

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

近一年来，投资者在投资道路上经历了跌宕起伏，尤其是美联储降息预期反复摇摆（市场预期全年可能降息次数从6次减至降2次，后上调至6次，目前为降息1.5次！），由此引发市场动荡。4月，通胀担忧导致市场收跌。5月，在经济增长预期上调和利率小幅回落的推动下，市场有所回升。在投资过程中，投资者难免经历“情绪过山车”，但若充分了解投资策略和投资组合，投资者就可以更有信心地度过充满挑战的时期，在投资结束时享受成果。

虽然市场短期内有所波动，但在基本面因素的持续推动下，市场通常会随时间推移而呈现出上升趋势。投资者必须了解哪些驱动因素对其投资至关重要，以免因市况未能达到预期而措手不及。标普500指数的投资回报要依赖于成分股持续强劲的盈利，不过必须密切留意该指数构成集中于少数几支大型科技股的情况。美国小盘股和欧洲股票等复苏类市场估值具有吸引力、盈利增长具有潜力，虽然两大驱动因素兼备，但可能会出现较大波动，我们需要更耐心等待，静观其变。随机应变和了解投资组合背后的关键驱动因素，对于成功投资而言不可或缺。

收益型投资者关心的重大问题之一是高收益环境将持续多长时间。虽然预测短期利率走向令人跃跃欲试，但预测结果可靠性不高，今年迄今为止专家的错误判断便证明了这一点。与其试图在利率和收益提高的环境下捕捉时机，不如在债券收益率达到多年高位之际锁定当前的高收益。倘若日后利率下降，还有望实现潜在的资本增值。收益型投资者专注于当下的可控因素，就能为未来可预测程度较高的收益做好准备。

市场回顾

投资者觉得自己正经历着一段颠簸跌宕的过程，这并不是夸大其词。其实，过去12个月，市场处于一种“精神分裂”的状态。市场在美联储降息预期上来回摇摆，次数从此前的年内6次下修至2次，一度回调至6次，目前为1.5次，如下图所示。

虽然这听起来似乎只是经济学家关心的事情，但这种过山车式的摇摆不定，对月复一月持续关注其投资的投资者造成了影响。

4月，抗通胀之战未见胜利曙光，紧张情绪再次蔓延，导致市场下跌。与此同时，利率上涨0.2%*。5月，经济增长预期上调，利率小幅下滑，市场因此而回升。这里按下不表：目前的变动幅度与2022年加息5%的影响相比实在微不足道，而且当年资产配置更加容易（但需要耐心）。

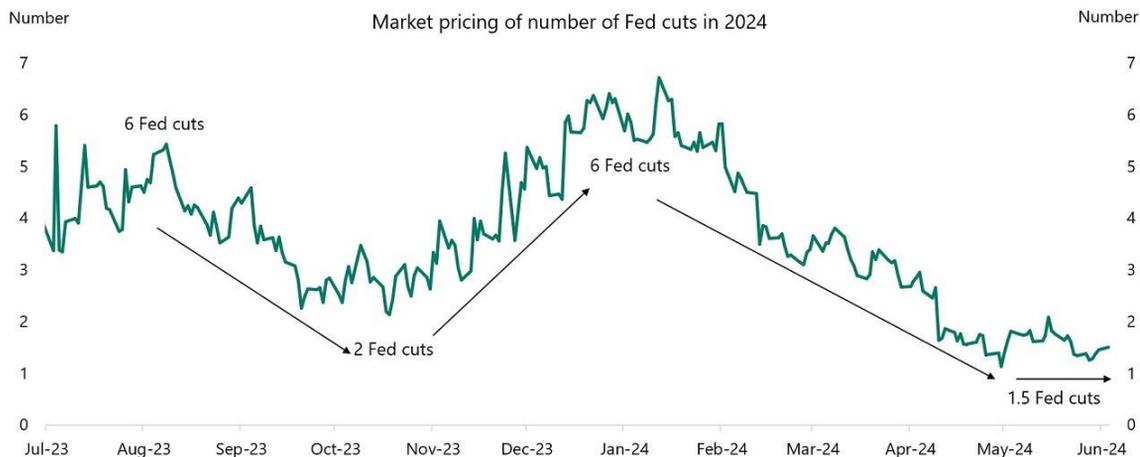
然而，当你看到下图升腾跌宕的走势时，就会认为这些都是基金经理应当捕捉的投资机会。可事实告诉我们并非如此。一个跟踪宏观基金经理（每日关注市场行情的专业投资人士）表现的宏观对冲基金指数在2023年下跌5%。相反，单纯持有任何股票、固定收益或多元资产投资组合的投资者或多或少都有进账。这表明，花费大量精力未必一定能产生更好的结果。

不管喜欢与否，投资者难免经历“情绪过山车”。现在更是如此，任何一天（包括周末）只要某个市场在进行交易，投资者打开屏幕，就能从任何媒体和社交媒体中获得大量信息。不过，人们可以选择不做主题公园里的过山车，同理投资者也可以这样做。

真实原因如下。首先，当一个人看到变动的东西（投资损益表）时，会自然而然地被它所吸引，并想要作出改动。当然，人们可以尝试兼顾短期驱动因素，但说易行难。兼顾短期驱动因素，就能够区分我们知道和不知道的事。即使专业人士也是一边从事投资，一边总结经验教训。

那么我们能怎么做呢？尽管颇具挑战性，但正如巴菲特所说，“把它束之高阁，忽略它。”我们主张，除此之外还应：**充分了解你的投资策略和投资组合，并恪守该原则。如此一来，投资者就会在投资过程中更有信心地驾驭情绪过山车，有望取得更理想的结果。**

*来源：彭博社。利率：12个月美债收益率，宏观：瑞信全球宏观指数。



*来源：彭博社、Apollo。

对行情洞若观火

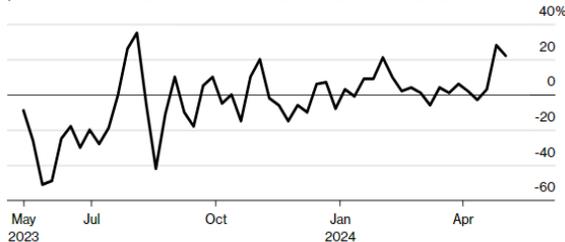
尽管短期经济和市场预期反复摇摆，但经验丰富的投资者会意识到，随着时间的推移，市场会形成向上趋势。有类似于重力的力量，支撑着市场的上升轨迹。更具体地说，市场的长期增长是由基本面或估值因素的持续推动所形成的。

克服贪婪或恐惧（或欲望？），谨慎投资指投资选择应当反映出这样的观点，即一个或多个基本市场驱动因素将在你的投资期限内发挥作用。如今谨慎投资如何体现在不同细分市场中？

投资于大受欢迎的标普500指数，表明投资者的观点是成分股将延续强劲的盈利增长势头，因为估值（提升）对该指数的助益并不大。由于该指数中的大盘股利润增长和盈利上修，投资者有理由保持乐观。当然，考虑到标普500指数中少数几只股票的历史权重（[英伟达和另外五大科技巨头目前在标普500指数的占比达到30%](#)），投资者还要密切关注这些股票的重要动态，并作出相应调整。

Profit Revisions for S&P 500 Firms Hit Fresh 2024 Highs

Net-revision momentum for the S&P 500 Index on a 12-month forward EPS basis



Source: Bloomberg Intelligence

我们投资了复苏类市场，例如美国小盘股和欧洲股票等。随着经济复苏，复苏类市场既能从估值提升中获益，也能受惠于成分股盈利增长预期。这类股票可释放“被压抑的”巨大潜力，但大幅波动也可能会随之而来。一些持股已在较短时间内走高，而其他持股要释放潜力则需要更多时间。

复苏见起色，欧元区经济活动创年度新高

- 5月欧元区综合采购经理指数尾52.3；经济师预期为52

我们对欧股的资产配置正当其时，因为自今年年初以来基本面向好，同时央行实施的较宽松货币政策（预计欧洲央行可能先于美联储在6月降息）有助于提振股市。事实上，在4月份市场出抛售潮的情况下，欧股录得较小跌幅，而当5月份市场反弹时录得较高涨幅。

美国小盘股不相伯仲，虽然此前数月较为动荡，但在4月份强劲回升。与大盘股相比，这些股票的估值仍处于十年来低点，颇具吸引力，不过成分股可能需要更长的时间才能实现预期中更强劲的盈利增长，这是有道理的。

虽然复苏类持股的前景目前仍具有吸引力，但我们必须灵活机动，适应不断变化的市场条件。标普500指数及其追踪的大盘股盈利大幅上修，我们应对此密切关注，同时，标普500指数成分股的平均估值与处于领头羊地位的几只股票相比更为合理，如下图所示。我们目前正在寻找机会利用这一上升势头，同时致力于管理风险，这方面应当重视。

估值：市盈率



现如今，由于全球经济和企业盈利持续增长，若利率变化能趋于平稳（这很重要），则环境将有利于股票市场走高，但你必须了解是所拥有投资组合的驱动因素，以便你在基本面保持不变时坚持现有持仓，或在环境发生变化时作出调整。



股市：新兴市场崭露投资机遇

5月中国A股表现持平，而环球股市反弹，或许令投资者对其看好的新兴市场崭露投资机遇发生动摇。但其实他们只需跳出来，在另一个层面就能看到新兴市场可能出现的投资机遇：中国A股过去几个月内大涨超过11%，而全球股市涨幅平平。正是因为中国市场的走势不同于其他市场，所以前者可提供切实的风险分散价值。

	2月至4月	5月
中国A股	+11.1%	-0.4%
全球股票	+3.7%	4.1%

虽然看似有悖常理，但市场反弹按下“暂停键”并不意味着这一波反弹已经结束。正如高盛的观点，即使经历盘整，中国股市在近期涨势中的回报率仍高出全球股市10%*。

持怀疑态度的投资者可能会指出存在地缘政治风险，例如两岸紧张局势和关于“产能过剩”讨论。只有更进一步回顾漫长历史，才能清晰预见未来。一个多世纪前，大英帝国丧失其全球工业霸主地位，取而代之的迅速实现工业化、拥有人口红利且生产力更高的美国。由于产能过剩，美国不断向全世界出口其产品，其品牌和文化传播到世界各地，形成超级大国的边际效应。

需要明确的是，中国要建设成为超级大国，需要强大的落实能力。然而，中国正在实施一项长达多年（甚至数十年）的战略，与许多投资者的展望不一致。

我们对中国的论点既不依托于其强大的落实能力，也不依托于其超级大国的地位。中国经济规模是美国经济的65%，而中国股票市值只相当于美国股票市值的16%。撇开技术细节，至少在较短时间内，中国股市显然仍有进一步上涨的空间。

*来源：高盛投资组合策略研究部，2024年5月29日

另一个新兴市场崭露投资机遇为越南股市。说实话，虽然合理股价带来股票上涨的积极属性，但当我们今年早些时候决定将其纳入投资组合时，颇费了一番思量。

从多个方面来看，我们很幸运，将纳入该资产类别后，越南股市随即大幅攀升。如果当时传出任何坏消息，越南股市同样有可能在短期内下挫。

但想象一下，万一真的发生这种情况，会是多么令人沮丧，尤其考虑到那段时间中国股市也在反弹。如果投资者希望能够收获股市所提供的回报，他们必须对这些噪音和波动不为所动。

最近数月，投资者的毅力确实经受了重重考验。4月，在全球避险情绪蔓延和该国政要辞职消息的双重打击下，越南股市遭遇了一波抛售潮。在下跌的阵痛中，投资者自然会怀疑在越南进行任何投资是否明智之举。

可担忧尚未持续多久，越南股市就已重振旗鼓。对于有胆量入市的投资者来说，几周内他们获利颇丰。我们并不指望能够预判这样的市场动态，而且就我们所知，没有人能够作出可靠的预测。我们清楚地知道自己不知道什么。

那么我们对越南有何了解呢？

越南存在加息等短期风险，而这些风险可能会抑制市场涨势。但其所处的背景是从多个方面来看，该国经济正在复苏。周期性房地产市场似乎已经触底。贷款增速有所回升，表明消费者和企业信心不断增强。因此，预计企业盈利将迎来强劲增长，从而为股市上扬注入动力。

无论是为投资者产生回报的市场称重机，还是分散投资者注意力的市场投票机，无一不受这些因素的影响。



寻找收益良机

本月，我们尝试列举更形象的例子来解答收益型投资者所面临的一些问题。

高收益环境还能持续多久？

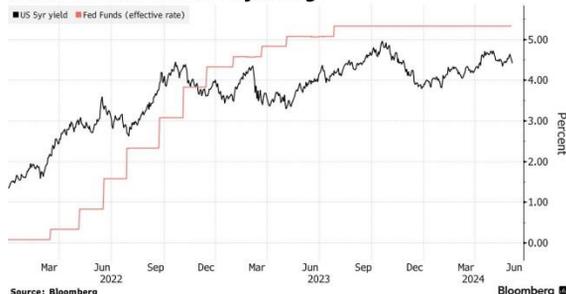
不同于东南亚跨境电商虾皮（Shopee）或Lazada的限时特卖活动，市场并不存在人人皆知的倒计时工具。任何人言之凿凿地预测市场时机，都是在自欺欺人。参见市场回顾部分可知，投资界人士有的预测高收益环境可持续，有的预测不可持续，但双方都判断错误。

如果无法判断时机，我该怎么办？

你是否有过这样的经历：在网上购买打折商品后，却发现商品又再次降价？你的反应可能是，“唉，早知道我就再等一会儿。”但是人们怎么会有预知商品再降价的能力呢？而价格上涨能够轻而易举地产生截然相反的效果。只要人们认为物有所值，就不会觉得很失望。

对于目前的收益型投资者而言，道理也是如此。下图显示，美国国债收益率处于多年高位，可以说大多数其他债券市场（包括高收益债券）有着同样的情况。尽管波动性较大，但在收益率保持这么高水平的情况下，尝试追求可能性尚未未知的边际收益提升，或锁定目前你感到满意的收益率，哪种做法更合理呢？

US Bond Yields Sit Near Cycle High



有的投资者可能会问：“万一债券收益率进一步上升怎么办？”与债券价格进一步下跌的例子一样，收益率上升并不是必然的。比这更重要的是你对所进行的收益型投资类型感到满意，以及有能力持有这类收益。

就像买家在虾皮上以优惠价格买下商品一样，锁定当前收益率的收益型投资者还可以获得另一个好处。如果你在虾皮上购买的商品随后价格上涨了，你或许不会以较高的价格将其出售。

如果收益率下降（市场普遍预计收益率终会下降），则收益型投资将实现**资本升值**，即价格上涨。即使收益和回报是且应当是收益型投资者关注的焦点，但至少他们可以选择以较高的价格出售资产，或者选择继续采用锁定的收益率。

选高收益还是低收益？

市场上有很多收益型投资产品，但我们可以大致将其分为高收益和低收益两类。收益能有多高？一般而言，收益率比货币市场或定期存款高3%，就可以被视为高收益。有人可能会想，“难道不是人人都想要更高的收益吗？”倘若只是单纯地选择一项投资，更是不言而喻。

市场运用一种非常有效的方法来确定哪些投资者能获得较高或较低的收益。和跳汰机原理相似，市场利用波动来区分高收益投资者和低收益投资者。与其经历市场“分类”过程，不如我们预先设定一些划分标准。

高收益投资者：承担更高风险，主要是更大的利率和/或信贷风险。坏消息充斥市场时，预计会经历剧烈波动并承受更大的情绪压力。如果你足够耐心，承受长时间的不确定性，你很有可能最终获得高收益。

低收益投资者：不喜欢利率变动和市场周期像过山车一样的投资者，他们更青睐货币市场基金等收益较低的投资方案。另一方面，当收益率下降时，他们的收入不会被锁定。

备注：任何提及虾皮/Lazada的内容都不是认可或投资建议。



我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题	
<h3>定位经济复苏</h3> <p>随着利率紧缩周期的结束和经济软着陆成为当前的市场共识，被低估的市场板块迎来了主导经济复苏的绝佳时机。我们仍然偏好那些具有强劲复苏潜力的优质细分市场。</p>	<p>美国小盘股</p> <p>欧洲股票</p>
<h3>新兴市场崭露投资机遇</h3> <p>金融市场的运作，如自然界季节变换一样，遵循着自己的周期性规律。长达十余年的货币宽松时代悄然结束，投资者如今要想沙里淘金发掘潜力股，就需要将目光投向热门投资之外，专注于那些受自身独特经济轨迹推动、估值具有吸引力的高增长市场。</p>	<p>中国A股</p> <p>新兴市场股票, 越南股票</p>
<h3>经济周期末期的稳定性</h3> <p>与过去十年相比，利率仍处于相对较高的水平。但仍有迹象表明，经济和企业正在积极适应结构的转变，例如劳动力市场紧缺和增长放缓。如今处在经济周期末期的市场态势下，当市场出现意外波动时，优质投资将在投资组合中发挥着重要的稳定作用。</p>	<p>医疗保健股</p> <p>政府债券和投资级债券</p>
<h3>寻求收益率</h3> <p>在较高利率水平以及美联储利率紧缩周期结束的情况下，债券应成为投资者密切关注的焦点。在高收益率的市场建仓，有助于为其剧烈波动性提供良好的缓冲。</p>	<p>亚洲高收益债券</p> <p>新兴市场债券</p>

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



经济严重衰退的可能性较小，欧洲顺周期工业基础将从经济复苏中受益

日本



维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力。日元走强对日本股票价值构成风险，股票估值也显得相对不那么具有吸引力。

除日本外亚太市场



由于去杠杆化周期已经结束，我们继续少量增持**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



偏好高增长、估值具吸引力的市场，如越南

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，采取杠铃策略，结合政府债券和高收益信贷

美国高收益债券



由于仍处在经济周期末期，维持零配置，估值相对较差，且存在违约风险

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	4.12	9.11	8.98	8.53
美国	4.96	11.30	12.68	10.20
欧洲	5.17	8.60	5.30	7.11
日本	1.25	6.10	6.48	4.76
除日本外亚太市场	1.89	4.44	3.86	7.59
新兴市场	0.59	3.50	3.03	7.45

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	3.46	0.81	5.62	9.69
巴西	-4.01	-15.63	0.19	6.86
中国A股	-0.46	2.67	5.92	8.27
中国H股	2.15	11.05	-1.14	5.25
中国香港	2.54	7.25	0.93	5.49
印度	-0.26	2.71	9.47	12.84
印度尼西亚	-2.65	-7.01	2.81	11.74
韩国	-2.01	-6.88	1.72	7.11
马来西亚	2.76	9.11	-1.88	6.18
俄罗斯	-2.96	4.86	5.08	7.88
新加坡	3.52	3.22	3.31	7.62
中国台湾	4.17	11.62	12.07	10.69
泰国	-0.28	-9.80	1.46	8.06
越南	4.32	7.21	8.91	8.42

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	5.98	13.89	5.98	2.83
能源股	-0.39	12.38	3.90	8.59
科技股	8.67	15.14	19.74	13.29
医疗保健股	2.73	6.25	9.32	9.39
金融股	3.16	11.15	10.89	5.19

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	1.31	-3.30	-0.37	2.29
对冲全球投资级债券	0.88	-0.73	1.97	3.36
高收益债券	1.11	1.42	3.83	6.53
亚洲债券	1.56	0.24	2.81	3.00
新兴市场	1.72	1.58	2.52	5.99

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	1.07	-2.28	-0.75	1.15
欧元兑美元	1.71	-1.73	-2.26	-0.58
日元兑美元	0.32	-10.34	-4.26	-1.80

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	1.80	12.81	6.42	9.27
石油	-6.03	7.45	-2.84	3.34

截至2023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。