

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

回顾2024年上半年，全球股市表现强劲，美国股市涨势超出预期，而经济正增长导致通货膨胀压力。尽管通胀率已从9%的高位回落，但美联储对降息持谨慎态度造成市场波动，面对降息的猜测甚嚣尘上，投资者捕捉收益型投资机会并非易事。

此外，市场偏好超大市值科技龙头股，导致小盘股甚至大型知名公司的股票受到冷落。进入2024年下半年，股市上涨范围扩大和经济正增长似乎为优质大盘股和小盘股等资产类别提供了迎头赶上的机会。

全球经济于2024年回暖，美国和欧洲等发达市场强劲反弹，中国和越南等新兴市场也出现了类似的回升势头。虽然中国经济呈现复苏迹象，但基本面情况复杂，这体现在房地产市场持续疲软，且美国总统选举前贸易紧张局势可能加剧，因此投资者应对中国A股持谨慎态度。

尽管如此，考虑到新兴市场中政府普遍提供持续的政策支持，我们依然涉足于充满机遇的中国市场，同时分散投资于经济前景光明的市场（如印度、越南）。此外，年底全球货币政策转向宽松的预期有望为世界各地的股票和信贷市场提供进一步支撑。

虽然前景乐观，但投资者应保持警惕，未来可能经历经济动荡和市场起伏。美联储利率政策和即将举行的美国总统选举等因素可能再次引发震荡。此外，必须关注企业基本面，尤其是在大型科技股预期将稳定盈利的情况下。真正的投资组合持仓多元化，可为投资者创造收益和利用未来投资机会带来助益。

2024年剩余时间不失为抓住高收益和收益增长机会的良好时机。实现可持续投资目标的关键在于重视能够捕捉上行空间并抵御市场波动的优质投资组合。

市场回顾

全球股市上半年表现强劲，美股涨幅甚至跑赢了最乐观的市场预期。经济保持上扬的运行轨迹，预计这将在下半年为市场提供基本面的支撑，但市场行情走势也许不如上半年那般一帆风顺。

多数经济体正处于经济增长阶段的后半段。此阶段往往存在资源紧缺现象，从高产能利用率和劳动力市场紧张中可见一斑。目前，需求旺盛和边际供应有限导致通货膨胀压力不断增加。

尽管通胀率已从9%的峰值水平回落并有所放缓，但美联储试图采取主动措施并依赖于数据。美联储这样做是出于一番好意，因为该央行不希望过早降息，以免通胀率居高不下。如今显而易见的是，在没有压倒性证据证明经济步入衰退的情况下，对第二波通货膨胀的担忧使得美联储迟迟不降息。

这意味着利率市场波动加剧应是投资者意料之中的事情，因为除了降息次数外，市场参与者还会猜测各大央行改变货币政策的时间和原因。

鉴于利率的跌宕起伏和前景不明朗，将较多资产配置到固定收益市场的投资者（如收益型投资者）有必要**聚焦于信贷市场的收益型投资机会，而非试图捕捉下一次利率变动的时机**。例如，今年上半年，投资者用于把握利率变化投资时机的长周期全球债券表现持平，而亚洲高收益债券的涨幅则高达10%。

为什么经济增长并未在上半年带动多个板块上涨？

利率市场行情也会给股票投资者带来启示。美联储不肯降息，也意味着投资者不应对小盘股等能够从低利率中获益的资产类别抱有期待。

小盘股表现欠佳，因此投资者怀疑融资成本上升是导致小型企业表现落后的原因。

事实并非如此。大型股方面，包括耐克、Lululemon等品牌在内的整个消费品行业今年下跌了30%*。消费品公司可以获得低成本融资，但其中的大型消费品公司业绩表现却更糟糕。因此，原因绝不止融资成本这么简单。

显然，我们低估了市场偏好科技巨头而冷落所有其他股票所带来的影响。科技巨头最近上调盈利预期，因此我们确实有理由保持乐观。**鉴于近期科技巨头股价上扬，我们会密切留意其走势，为投资者寻找更好的入市点。**

同时，市场动态也在慢慢地发生着转变。去年涨势集中于七巨头身上，而如今股市上涨范围在不断扩大。目前为止，零售业和工业领域皆已出现这种趋势。只不过不如频频登上新闻头条的人工智能热潮和大势股英伟达那么备受瞩目。

然而在不同时期，股市涨幅集中于少数股票后，迎头赶上的股票总是出现在股市走高之时，而不是下跌之时。可见**未来可从追赶型股票中发掘机会**。而且这种机会现在不仅限于小盘股中，也存在于优质大盘股中。

这一点非常重要，因为投资者在2024年下半年将面临以下情况：对股票和债券投资者来说，环境整体向好，但最终会让位于经济放缓。投资者还要应对11月举行的美国总统选举。

因此，投资组合配置要做到既能捕捉到增长点，又能降低任何意外冲击的风险。**“不预测，只应对。”现阶段维持整体质量较高的投资组合，使我们能够满怀信心地应对任何短期盘整，并以较低价格积累基本面强劲的资产。**

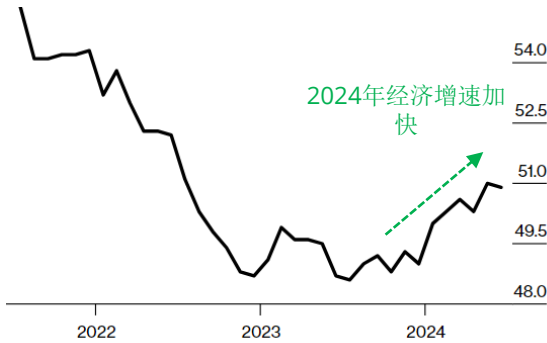
*来源：彭博社.标普500服装与配饰子行业指数、标普500鞋类子行业指数



经济延续增长态势

我们依然处于经济增长的窗口期，这通常对投资者有利。

全球经济活动



来源：彭博社，截至2024年7月1日。制造业采购经理指数。

在经历了不温不火的2023年后，全球经济活动从低点实现反弹，增速加快（如上图所示），这得益于通胀放缓和消费者信心增强。

我们观察到美国等经济体的经济保持韧性，而欧元区（2023年经历轻微萎缩）等其他经济体的经济活动回暖。为经济企稳回暖态势作出贡献的不仅仅是发达市场；新兴市场经济体也有起色。

越南是全球供应链中的重要一环，经济在多个方面皆实现复苏，例如消费、制造业、出口和外国直接投资都呈正增长。2024年上半年，越南GDP同比增长6.42%，是亚洲经济增速最快的经济体之一。

中国的经济和资本市场令投资者感到失望，但也呈现了复苏迹象。4月和5月出口数据均好于预期，表明经济平稳运行，但房地产等其他产业仍然相当疲软。中国股市年初强劲反弹，过去一个月内则小幅盘整，其表现或许也反映了复苏之路的崎岖不平。虽然在牛市中盘整是常见现象，但我们会密切关注此次盘整的进展。

如今，由于中国基本面情况复杂，而且在美国大选前贸易紧张局势可能加剧，我们倾向于避免在中国市场持仓规模过大。相反，**新兴市场不失为一个更好的途径，让投资者投身于现有的有利趋势。**中国在新兴市场配置中占比较高（权重约25%），但以“H股”（上市地在香港的中资企业股票）为主，在政府提供持续政策支持的情况下，这类股票可带来投资机会。

此外，印度等其他新兴市场经济前景光明，且相对而言不受当前地缘政治紧张局势的影响。最后，越南等前景广阔的新兴市场继续以合理的估值为投资者提供高增长机会。

事实上，目前市场预期下半年经济将持续增长，这有利于股票和（固定收益）信贷的表现。重要利好因素之一是，随着2024年进入后半段，预计全球货币政策将进一步宽松。

诚然，市场已将降息预期下调至2024年底前仅降息1至2次；与年初预期的降息6次相去甚远。尽管如此，美联储推迟降息不会阻碍全球其他央行放松货币政策的步伐。

据Bloomberg Economics目前预测，[到2024年底全球利率将普遍下降](#)。

欧洲央行在6月宣布降息，预计更多央行即将加入降息大潮。预计美联储也将在年底前降息，全球股市和部分复苏概念股在这种环境下大有机会取得更出色的表现。

警惕波折再起

这一轮经济复苏始于今年年初，情况类似于一条相对笔直的路。而任何直路的尽头都是转弯处。

身为投资组合的“驾驶员”，我们时刻留意不断变化的路况，并确保投资工具实施最佳配置策略，为未来旅程做好准备。

目前的基本情境是：今年下半年经济将保持正增长，而进入2025年可能会出现一些波折。某些市场参与者已敲响警钟，认为经济将会陷入衰退，他们指出数据显示经济略显疲软。他们的看法有一定道理，但并不全对。正如夏去冬来，增长阶段结束后，经济会进入衰退期。*两者的关键区别在于，经济周期不是用时间来衡量的。*因此，如果投资者过早地放慢步伐，他们可能就会错过市场的进一步上行。对于金融市场来说尤其如此，因为金融市场会为安然度过曲折市况的投资者带来回报。



基本情境：如何
做好资产配置



密切留意意外冲击并未
雨绸缪

虽然目前经济即将陷入衰退的可能性依然很低，但下文将概述我们正在关注的几个关键因素，这些因素可促使我们调整资产配置……当路况变得湿滑时，我们将改用冬季轮胎！

基本面必须强劲，才能支撑企业在市场中走高。我们将关注即将来临的美国财报季，企业是否能延续其强劲业绩届时便可见分晓：第一季度，80%的企业利润超出预期。更为重要的是，由于预计“大型科技股”的盈利增长将从现在开始放缓，其他板块逆袭的时机已然成熟。

在中国等其他市场，基本面情况较复杂，我们需要看到非科技板块的盈利取得更令人满意的好转迹象，才会对该市场持更加乐观的态度。投资者关注7月15日至18日召开的重要政治会议（中共二十届三中全会），看是否会出现政府提供政策支持的进一步迹象。虽然市场适当采取保守预期，但任何积极的意外因素都有可能成为推动新兴市场和中国股市上升的良好催化剂。

美国总统选举：市场一向会在大选年上涨。但是，种种理由表明即将举行的大选可能更加扑朔迷离，尤其是考虑到最新民调显示现任总统拜登和前总统特朗普势均力敌。今年的大选是在去全球化和关税问题的背景下举行的，无论谁当选总统，都有可能实施这些政策。这对其他国家/地区和市场也有影响：首先，随着选举日临近，预计两名候选人将针对中国议题发表更多言论，投资者应为一些市场波动做好准备。

最后，美联储利率政策是备受瞩目的焦点。美联储肩负一项艰巨任务，即在确保通胀保持在良好水平的同时，还要避免经济衰退。

目前他们做到了两者兼顾，但这仍是一个相当微妙的平衡。虽然最近出现的一些经济走软迹象有助于美联储更早地降息，但仍要保持谨慎，留意任何可能预示着急剧衰退的经济显著放缓迹象。

基本情境为经济正增长，但可能会遇到波折，有鉴于此，我们的投资组合聚焦于能够捕捉上行空间且安度未来市场起伏的优质持仓。这使我们能够对有望迎头赶上的市场板块进行配置，并致力于在在股票回调时找到买进大盘股的更佳入市点。

追求真正的多元化收益

下图显示许多收益型投资组合的组成部分；查阅任何一份收益型基金概览，你都会看到至少其中一种组成部分的风险敞口。

我们的固定收益配置今年表现出色。纵观图表中的收益型投资市场，亚洲高收益债券今年上半年表现最好，涨幅达10.14%，而美国高收益债券的涨幅为2.58%。

美国高收益债券市场的收益率似乎低于预期，这或许会令人感到担忧。但如果我们回顾过去18个月的表现，亚洲和美国高收益债券市场的收益率均为16%，可谓是殊途同归。2023年上半年，亚洲高收益债券的收益率以放缓开局，然后加速上涨，而美国高收益债券的收益率则开局表现强劲，后续涨幅温和。

对于投资者来说，去年年初亚洲高收益债券收益率缓慢攀升令其感到煎熬，而看到美国高收益债券今年的表现，心情或许是一样的。正因如此，为众多收益型投资者提供一定程度的投资多元化，可助其抵御收益累积过程中必然遭遇的波动性。

然而，多元化只在一定程度上发挥作用。由于2021年8月到2022年10月期间利率迅速上升，这些收益型投资市场对多元化的作用可以忽略不计；其收益率跌幅均达到双位数。无论是政府债券、投资级债券还是高收益债券皆无一幸免。虽然大多数时候这些债券的表现可能有所不同，但在关键时刻，其表现是一致的；这就是投资者的风险承受能力受到考验之时。

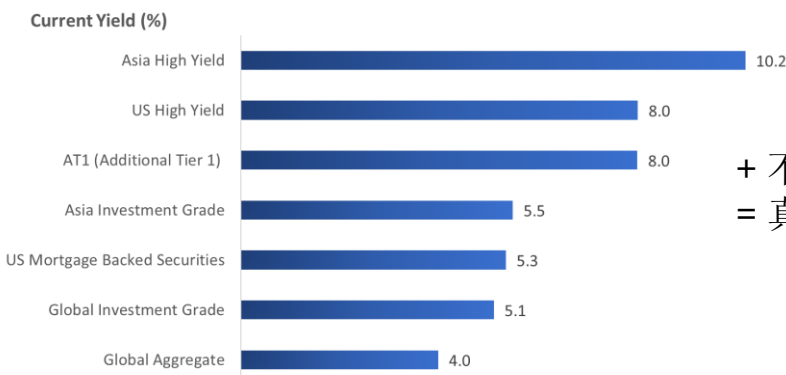
债券普跌，原因在于这些收益来源主要依靠经济来创造收益，他们也会受到通货膨胀和市场等全球因素的影响。

在宏观经济持续存在不确定性的情况下，利率所引发的波动充其量只是一种干扰因素，最坏的情况是迫使投资者放弃收益累积之旅。**与其试图捕捉下一次利率变动的时机，还不如专注于将收益良好且预计可持续发展的息票收入囊中。**

即便如此，许多投资者仍会发现其收益来源在某种程度上与经济息息相关。解决问题的方法之一是实现真正的收益多元化。而其中一种实现途径就是发掘各种不同的收益来源。正下图所示，所谓“不同”并不意味着名称或所属市场的不同，而是本质上的差异。只有本质上存在差异时，结果才有可能不一样。这些收益来源不依赖经济产生收益。例如保险挂钩证券、资产支持融资和特许权等。

多元化的优点远不止于老生常谈。投资者必须坚持其收益累积之旅。请记住，固定收益不等于固定回报；实现收益目标的过程充满波折。普通收益型投资者期待的收益越高，需要经历的市场波动就越剧烈。这就是必须从传统及各种不同的收益来源获取收益的原因。

来源：彭博社。亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数，美国高收益债券：彭博美国综合高收益债券指数，截至2024年6月30日。



+ 不同的收益来源
= 真正的多元化收益

我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题

增长型机会投资布局

随着货币政策紧缩周期结束和经济持续增长，股票市场出现资本增值的机会。建议继续偏向于持有具备增长潜力，并且在经济放缓时韧性更强的优质资产类别。

美国股票

欧洲股票

新兴市场崭露投资机遇

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。

新兴市场股票, 越南股票

经济周期末期的稳定性

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。

医疗保健股

政府债券

寻求收益率

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。

亚洲高收益债券

新兴市场债券

资产配置策略



股票

美国 ● ● ● ● ● 美国优质股估值相对吸引，预期会随着经济增长受益；**医疗保健股**盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小

欧洲 ● ● ● ● ● 只要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增长中受益

日本 ● ● ● ● ● 维持零配置，因为日本股票要延续优异表现需要日元进一步贬值，但日本央行和美联储的政策皆指向日元升值。

除日本外亚太市场 ● ● ● ● ● 信贷环境和经济活动的改善也将对中国形成有利支撑，但市场信心依然不高。通过广泛持有亚洲资产来把握中国的投资机会。

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

本文包含的信息：（1）归汇信资管及/或内容提供者所有；（2）不得加以复制与分发；（3）不保证其准确性、完整性与时效性。汇信资管及其内容提供者对于使用该资料所引起的损害或损失不负有任何责任。过往表现并非未来结果的保证。

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	2.26	11.58	9.01	8.54
美国	3.59	15.29	12.84	10.28
欧洲	-2.32	6.08	5.06	6.90
日本	-0.87	5.18	5.80	4.49
亚太区（日本 除外）	3.86	8.48	4.08	7.83
新兴市场	3.96	7.60	3.16	7.63

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	1.52	2.34	5.81	9.77
巴西	-4.56	-19.48	-0.78	6.09
中国A股	-2.86	-0.27	5.40	8.72
中国H股	0.31	11.39	-1.40	5.28
中国香港	-0.95	6.24	0.70	5.39
印度	7.22	10.12	9.80	13.25
印度尼西亚	1.00	-6.09	3.07	11.83
韩国	6.52	-0.81	2.22	7.53
马来西亚	-0.41	8.67	-2.01	6.08
俄罗斯	1.10	6.02	4.48	7.96
新加坡	-0.40	2.81	3.34	7.53
中国台湾	9.38	22.08	12.60	11.36
泰国	-3.16	-12.65	0.52	7.88
越南	-1.16	5.96	8.52	8.39

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	-3.71	9.67	3.87	2.64
能源股	-1.29	10.93	3.25	8.25
科技股	8.75	25.22	20.45	13.59
医疗保健股	1.93	8.30	9.27	9.52
金融股	-0.89	10.16	10.53	5.12

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
新兴市场债券	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	-0.35	-2.63	-0.84	1.19
欧元兑美元	-1.24	-2.95	-2.42	-0.65
日元兑美元	-2.22	-12.33	-4.52	-1.94

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-0.02	12.79	5.77	9.28
石油	5.91	13.80	-2.53	4.02

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布, 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。