

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

仿佛重现1987年“黑色星期一”，日本股市在8月5日暴跌12%，抹去了全年涨幅。美国利率、日元价格和股票市场的反转共同作用，导致投资者面临保证金追缴(Margin Call)的压力，并使依赖于日元走弱的交易平仓。最近的市场波动表明，看似不同的投资组合实际上是相互关联的，这强调了投资者需要透过现象看本质，而不仅仅依赖当下的走势。

与预期相反，在美联储主席杰罗姆·鲍威尔暗示可能在9月降息后，市场出现大幅抛售。疲软的美国经济数据使投资者回归对基本面的关注，这也增加了预测或应对突如其来的市场巨震的难度。当下更好的策略是未雨绸缪——考虑到2024下半年可能出现的市场波动，我们调整了组合配置以捕捉未来高质量股票的回弹，从而提升组合的抗压程度。事实证明，这一策略在近期市场波动中有效维持组合的坚韧度，表现优于大盘。

“萨姆法则”的创始人克劳迪娅·萨姆最近表示，尽管指标已触发衰退条件，但她并不认为经济正面临马上衰退的风险。虽然7月的就业报告弱于预期，但其他高频指数，如餐厅预订和航空出行，仍表明经济在良好运行。即使衰退有时无法避免，但也并非迫在眉睫，尤其是当前企业盈利能力表明市场在未来数月仍具有上涨潜力。

在最近的波动中，固定收益市场因其韧性表现亮眼，非常适合风险承受能力较低的收益型投资者。然而，即使是韧性高的收益市场也难免出现下跌。要想获得高于通胀的回报就意味着：投资者需要选择估值和基本面更优的细分市场进行投资。我们的策略我们的方法依然侧重于维持一个多元化的投资组合，同时观察经济和市场趋势的变化，以便及时做出调整。

# 市场回顾

与 1987 年的“黑色星期一”如出一辙，日本股市在 8 月 5 日暴跌 12%，这是近 40 年来最大的一次单日跌幅。如果没有触发熔断机制，谁知道跌幅会有多大？这次抛售也迅速蔓延到欧洲和美国的股市，使得全球市场监控屏上出现一片亏损的红海。

截止 7 月中旬（就在不久前！），日本股市自年初迄今录得 13% 的回报。然而几个月的涨幅在短短几天内便化为乌有，这让我们想起了那句谚语：“市场的上涨像爬楼梯般缓慢，下跌时像电梯一样迅速。”对于那些因产业结构性改革、工资和资本支出恢复增长等因素看好日本市场的投资者来说，现在是个投资的好机会。而对于那些没有增加日本股票持仓的投资者，现在是反思自己是否真正相信这些利好因素的好时机。过去两周发生的事提醒我们，市场反弹时，市场参与者很容易找到理由来证明其合理性。但当事情未按预期发展时，痛苦也随之而来。

下图显示了在不同资产类别和市场中，1. 美国利率、2. 日元（你的假期刚刚变得更贵了）、3. 日本股市、以及 4. 美国“七大巨头”股票，都同时出现了反转。

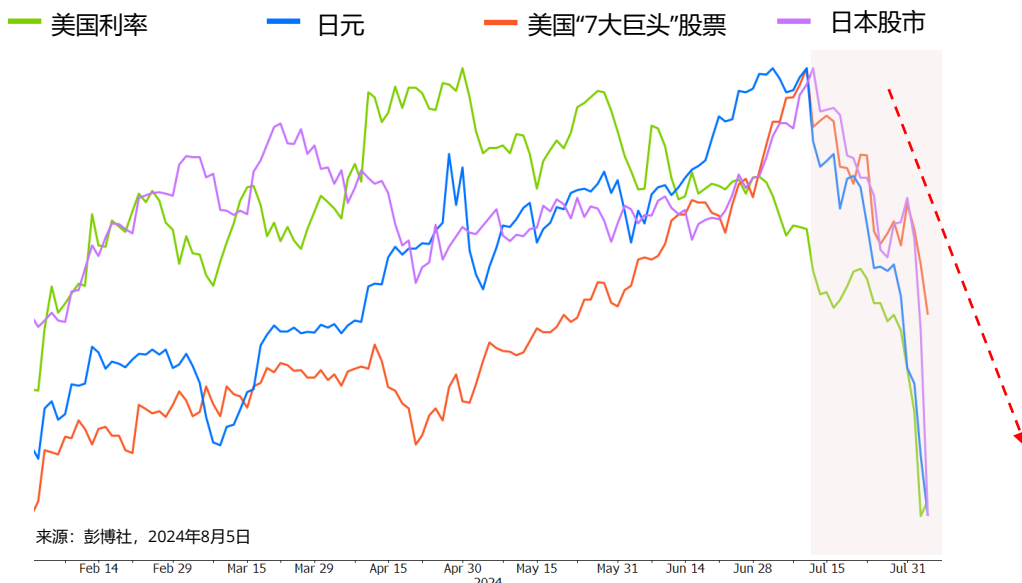
## 缘何发生？

如果要寻找日元和日股波动的原因，我们可以将目光投向 1 万公里之外的美国。7 月，市场终于开始认真对待美国可能出现的降息举措。与此相反的是，日本央行出乎意料地将利率从 0.1% 上调至 0.25%，导致日元兑其他货币汇率在一个月内上涨了超过 10%，扭转了许多人认为理所当然会持续走弱的趋势。长期依仗日元持续走弱和低廉利率借入日元来进行投资的投资者，目前正面临追加保证金 (Margin Call) 的要求，并导致全球范围内拥挤头寸的平仓。这就是过去一周左右发生的事。这种“维持现状”的交易策略在一定时期内可能是奏效的，但随时也可能会失效。

## 对投资者未来的影响

最近的市场波动提醒我们，不同的持股会存在相同的市场风险，这次也不例外。在美联储以最快的速度加息之后，市场正处于结构变革的边缘（在经济活动疲软的背景下降息），过往市场走势面临着来自多方面的挑战和威胁，可能出现破裂。

投资者不能指望市场像过去那样继续一路直进。全球经济和金融市场正处于一个潜在的转折点，投资者需要考虑可能出现的不同情况，未雨绸缪。



来源：彭博社，2024年8月5日

## 警惕市场波动

说好的美联储救市呢？尽管美联储主席杰罗姆·鲍威尔明确表示9月份将降息，但市场并未如许多人预期般反弹，反而出现了剧烈的抛售。

如前所述，日本的利率走强与美国降息的预期，再加上疲软的美国经济数据，这些因素共同引发了过去一周全球市场的抛售潮。

最近市场一系列事件的发生令人难以预料，更不用说预测具体的时间节点。过去一周的情况表明，市场的波动往往是瞬时及不可预测的，且幅度比多数人预期的更大。再一次印证相比于试图在波动中择时或被动作出投资反应，投资者应在组合中先做好未雨绸缪的准备。

上个月，我们曾提醒投资者在2024下半年要“警惕市场的波动”。作为回顾，在未来几个月仍需关注以下几大关键风险：

- 经济数据的恶化
- 美国大选结果
- 企业盈利表现是否令人失望

鉴于不确定性增加，我们在7月中旬调整了投资组合，以提升其抗压程度，同时也为捕捉经济周期晚期高质量股票的复苏做好准备。这一调整体现在减持经济敏感型头寸，如小盘股，转而增加了对高质量大盘股（如医疗保健类）的配置。

最近的市场波动恰恰印证了我们之前对于以下几个板块的解读：

**日本股市：**在几天内从表现最好的市场之一变为最差的市场。由于日元汇率正处于极端水平，我们在进行配置时一直对日股持谨慎态度、避免投资，因为以往的超额收益很大程度上是由日元疲软所推动的。同样，随着日元走强，日股表现不佳也是意料之中。

我们正密切关注市场和基本面的变化，这可能会使我们在未来调整对日本市场的投资布局，特别是如果市场变动给我们带来了以较好价格进行投资的机会。

**美国股市：**上周美联储会议前市场对美股的预期很高，因为通胀数据放缓意味着美央行可以开始降息。尽管降息举措会惠及如小盘股等对高借贷成本较为敏感的市场板块，但它们在近期的市场下跌中表现尤为脆弱。小盘股通常在利率较低和经济增长稳定时表现优异。虽然降息即将到来，但市场目前更关注疲软的经济数据，这将对经济敏感度更高的市场板块构成挑战。

随着经济放缓的迹象显现，我们将通过更高质量的大盘股板块（如医疗保健）来捕捉经济复苏的机会。医疗保健类股票在上个月表现出较强韧性，这是由于无论经济强弱，这类企业都有稳定的盈利状况。

**政府债券：**在当前高利率环境下，再次成为投资组合的有效屏障。随着市场加速下跌，政府债券提供的正回报，有助于为我们的投资组合抵消市场的波动性和进一步的损失。

近期市场波动提醒投资者应当未雨绸缪。随着市场下跌，政府债券或其他对冲工具等投资组合保护措施的价值上涨，这使得那些现在才希望在投资组合中加入保护措施的投资人来说，将面临更高的成本。同样，一些投资者可能会减持，以保护自己免受进一步的损失。这也是一种冒险之举，因为他们可能会在市场低点时退出。

更好的策略是持有由基本面和估值较好的股票所组成的多元化投资组合。这将让我们在应对接下来数周至数月的市场走势时更具信心和优势。

## 经济将持续增长

经济衰退指标的创始人克劳迪娅·萨姆近期表示：她并不担心经济正面临衰退。虽然我们不能忽视衰退指标的历史准确性，但也不会仅依赖一个指标就来调整投资组合配置。萨姆本人也表示：

**“诚然，当我对经济进行预测时，无论是当前还是未来，我的着眼点远远超出了萨姆法则。”<sup>1</sup>**

不要陷入先下结论，再寻找数据来证明结论的陷阱。投资易做难精。许多方面都要求我们能抵挡住人们固有的思维模式。

乍一看，7月就业报告表现不如预期，引发了人们对经济衰退即将到来的担忧。话虽如此，也有报道称，就业疲软的部分原因应归咎于飓风贝里尔所带来的恶劣天气导致了一些停电事故发生。如果是这样，我们希望看到未来数据会趋于稳定，而不是出现进一步恶化的现象。

同样，其他高频数据如餐厅预订、航空出行、酒店需求和票房收入，也仅显示出轻微下降。**总体而言，这反映出经济仍在稳步运行，投资者不应对一个低于预期的就业数据反应过度。**如果说就业数据疲软是由于人们休假休闲所致，那也无可厚非。

尽管如此，我们并不是对经济和市场周期抱有不切实际看法的“长期看涨者”。需要明确的是，衰退是“何时”而非“是否”的问题。我们必须小心谨慎、及早退场，但又不能太早，以致错过许多机会。这是一种微妙的平衡，在大部分情况下也不是所有人都能正确把握。

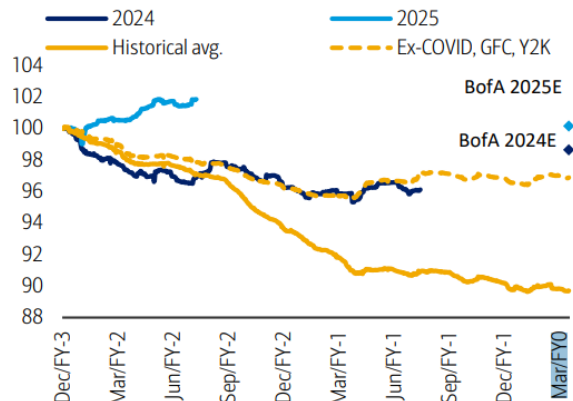
相反，我们已经开始对投资组合进行更具防御性的布局，以应对不确定性，该策略在上文讨论的近期抛售中取得了积极成果。同时，尽管经济和企业盈利的增长速度有所放缓，我们仍然为进一步的经济增长做好准备。

当前波动和调整带来的积极影响是，我们看到的市场上许多过度乐观情绪已经得到缓解。投资者信念开始发生转变，例如，人们现在对人工智能的资本支出和结果持有合理的怀疑态度，而以前则纯粹是基于投机和期待。总之，更多的人在预测未来市场表现时着重于基本面分析。

不可避免的是，美联储利率政策和大选等议题在投资者心中已经盖过了企业盈利情况的重要性。而当涉及到企业盈利等基本面因素时，如果对一个糟糕的数据点反应过度，便会得不偿失——关注市场趋势将有助于进行投资组合配置。

下图显示，企业盈利趋势与非衰退年份大体一致，这为市场恢复（波动的）上升态势提供了支持，只要经济增长不出现明显的恶化。

**2024 企业盈利趋势(蓝线)...  
遵循典型的非衰退年份模式**



来源：美国银行研究部，FactSet。历史平均基于2001-2023年数据。截至2024年8月1日的标普500指数历史远期盈利修正 vs 2024-2025年共识。



## 追求真正的多元化收益

虽然股票投资者面临着市场波动和下跌（这是股票投资必不可少的经历），但下表显示，**包括高收益债券在内的固定收益市场表现相对更为坚韧。**

这也意味着，**对波动容忍度较低的收益型投资者，能更好地面对诸如“全球市场溃败加剧，日本股市暴跌，创1987年以来最大单日跌幅”之类的头条新闻。**这一点至关重要。因为现实是投资者需要持续投资才能在最后享受回报。而另一个现状是，许多人会在市场动荡、处于亏损时就中途弃船，从而锁定损失。

根据下表，我们很容易得出一个结论，即应当投资于固定收益市场，以获得与股票相当甚至更高的回报，还能减少后顾之忧（下跌）。注重资本增长的股票投资者甚至可以考虑将投资策略从增长型转向收益型。

在做出任何决定之前，都要问自己是否会陷入追逐回报的末日怪圈。

对于激进型投资者，必须回想一下自己在7月中旬全球股市强劲上涨时的感受，以及现在的感受。是否只有在市场上涨时才会兴奋，而在市场下跌时才恐慌？波动是双向的，但顺境时往往会忘记逆境。如果他们正在考虑转向收益性策略，也许是一开始就没有足够的风险承受能力。

较保守的投资者也应该回想，当股市在7月中上涨十几个百分点，而收益型市场只有个数位回报时，自己的感受如何。是否曾考虑将投资从收益型转向资本增长型以获得更好的表现？试想一下调整后马上碰上股票市场下跌的情况。

收益型市场迄今为止的韧性并不意味着它们永远不会下跌。想要获得高于现金的回报以提供被动收入且战胜通胀，这并非没有风险。虽然如表所示，只有另类收益真正与市场无关，但许多投资者常见的收入机会仍需经济和市场表现良好，才能产生更稳定的收益。

有人把经济比作一艘船，船长开始转动方向盘后，这艘船需要很长时间才能转向。在以最快速度加息以抑制通胀的两年后，经济放缓的迹象开始显现。这将导致经济软着陆还是更严重的衰退？近期的波动是买入机会，还是更大熊市的开始？目前，大量证据表明经济放缓将更为有序，这可能会支持未来几个月牛市的持续。

在生活尤其是在投资中，“早”有时也意味着“错”。我们正在密切关注持续发布的经济数据，从而更积极、更及时地调整我们的投资组合。

投资类型	16/7/2024-5/8/2024	年初至今 5/8/2024
全球股市	-8.27%	6.18%
发达国家高收益债券	-0.39%	4.86%
新兴市场高收益债券	-0.49%	6.89%
亚洲高收益债券	-0.16%	12.14%
另类收益	+0.97%	5.50%

来源：Bloomberg，截至2024年8月5日。全球股市：MSCI世界指数，发达国家高收益债券：Bloomberg全球高收益债券指数，新兴市场高收益债券：Bloomberg新兴市场高收益债券总回报指数，亚洲高收益债券：ICE BofA亚洲美元高收益企业约束指数。汇资产管理。替代收入：基于截至2024年6月30日的净资产值（NAV）和截至2024年8月5日的估算数据。

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。

# 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

随着利率紧缩周期的结束和经济的持续增长，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投资者，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，以缓冲市场压力时期投资组合的波动
- 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/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	1.64	13.42	9.32	8.81
美国	1.22	16.69	13.14	10.54
欧洲	2.31	8.53	5.71	7.19
日本	6.26	11.76	6.38	5.13
亚太区（日本除外）	0.16	8.65	3.74	7.90
新兴市场	0.36	8.03	3.00	7.75

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	1.96	4.35	5.70	9.83
巴西	1.55	-18.23	-0.85	5.75
中国A股	1.25	0.98	4.49	8.73
中国H股	-2.02	9.14	-2.44	5.12
中国香港	-1.08	5.09	-0.11	5.36
印度	3.13	13.56	10.04	13.02
印度尼西亚	3.35	-2.94	2.71	11.59
韩国	-0.39	-1.00	2.04	7.94
马来西亚	5.03	14.14	-1.48	6.24
新加坡	5.10	8.05	3.46	7.65
中国台湾	-3.79	17.46	12.15	11.52
泰国	4.90	-8.37	0.81	8.28
越南	1.51	7.56	8.28	8.74

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	10.91	21.64	5.13	3.17
能源股	2.11	13.27	3.82	8.18
科技股	-2.05	22.65	20.05	14.00
医疗保健股	3.30	11.87	9.70	9.91
金融股	6.46	17.28	11.39	5.56

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	2.76	-0.49	-0.06	2.42
对冲全球投资级债券	1.93	2.07	2.19	3.46
高收益债券	1.91	4.39	4.20	6.51
亚洲债券	1.98	3.00	3.04	3.14
新兴市场债券	1.85	4.11	2.72	5.91

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	1.49	-1.18	-0.68	1.27
欧元兑美元	1.05	-1.93	-2.10	-0.52
日元兑美元	7.26	-5.97	-3.71	-1.48

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	5.19	18.64	6.68	9.60
石油	-4.45	8.74	-2.28	2.92

截至2024年7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。