

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

8月以日本股市自约40年前“黑色星期一”以来的最大跌幅拉开序幕，这似乎是由于日本央行意外加息和日元套利交易的平仓所引发的。这一剧烈波动蔓延至全球，使标普500等市场都受到冲击。然而，这一多事之秋仅发生在8月的前3个交易日内。随后，市场在本月剩余时间内强势反弹，抹去了之前的损失并有所上涨。这动荡的一个月提醒了投资者，要注意全球市场存在相互关联的风险，并确保自己的投资组合能够充分应对多种情景。

我们正面临多个可能影响市场走向并引发新一轮波动的交叉路口（关键节点）：人们普遍预计美联储将在9月降息，因为与通胀的斗争看似已经取得胜利。11月即将举行美国大选，目前来看结果尚未明朗。此外，市场正在密切关注每一个经济数据点，以确定当前的增长放缓将如何演变——是增长反弹，实现理想的“软着陆”情景，还是进一步恶化以致我们陷入痛苦的衰退？

在这种环境下，最佳策略是未雨绸缪而非未卜先知。我们专注于高质量的大盘股板块，如医疗保健，这增强了我们的投资组合，使其能够更好地抵御意料之外的市场冲击。同时，此策略也帮助投资组合在上个月取得了较好的表现，让我们在应对接下来数周至数月的市场走势时更具优势。

对于固定收益投资者而言，即将到来的美联储降息也提供了一个能将当前高收益锁定更长时期的绝佳时机。随着利率下降，获得高收益机会的途径可能会减少，因此现在确实是考虑投资者仍可获得的广泛高收益机会的好时机。

虽然美联储为降息开绿灯令人鼓舞，但关键在于经济增长是否能够持续。如今，对经济增长放缓的担忧正在被积极的基本面因素所平衡，尤其体现在美国消费的韧性和企业盈利上。在2024年的最后几个月里，我们仍将保持谨慎乐观的态度（同时警惕风险），重点关注那些不太依赖强劲经济增长的高质量投资，以获取“更高质量”的收益。

市场回顾

金融“地震”……

8月伊始，日本发生了一场金融“地震”。日本股市出现自约40年前“黑色星期一”以来的最大跌幅。在这场震荡中，投资者眼看着自己的仓位在一片亏损的红海中下滑。

……影响互联的市场

与现实中的地震不同，这场震荡并未局限于某个地区。在世界的另一端，即使是看似无关的投资标的，如标普500指数和英伟达，也遭受了损失，这令那些没有预料到自己的仓位会突然大幅下跌的投资者陷入短暂的恐慌。不过令人宽慰的是，此次震荡快速出现也迅速消退。

市场评论人士将日本股市的抛售归因于日本央行在几日前的加息。这一举动加上市场普遍预期美联储即将降息，足以引发日元套利交易的部分平仓。在短短几周内，日元对美元的汇率上涨超过10%（您在日本的假期变得更加昂贵了）。

汇率与股市有何关系？就日本而言，关系重大。过去两年日本股市的上涨与日元的走弱密切相关（两者之间存在既定的关联）。日元的突然走强令人意外，但日本股市的同时暴跌则是在预期之中的。

不同市场蕴含着共同风险。套利交易不仅存在于日本。在全球范围内，以低廉的价格借入日元并投资于美元等高收益货币，似乎是不费吹灰之力的事。对于那些希望获得更高收益的人来说，借入日元并投资于包括英伟达在内的美国股市是非常合理的。然而，这些遍布全球、看似截然不同的投资实际上都承担着同样的风险。

对于那些已经认识到共同风险并能够承受波动的投资者来说，这并不是问题。值得庆幸的是，此次事件持续时间短且相对无痛。但这也为投资者敲响了警钟，让他们反思自己的投资组合是否在承担与其承受能力相匹配的风险。

预期中的市场波动正在发生

我们之前提到过，在经济周期的晚期阶段，市场预期会出现更多的波动，事实也正是如此。市场参与者们不仅紧盯每一个数据，还对每个数据点异常敏感。8月初的抛售就是紧随7月底低于预期的就业数据（特别是职位空缺）之后发生的。

本周，市场正翘首以待9月6日发布的最新就业数据，如非农就业报告。任何低于预期的数据（尤其是当市场预期很高时）都将导致更大的市场波动。试图对这些数据进行逐一推测是不切实际的。更可持续的做法是，观察这些数据点能如何帮助我们识别当前所处的市场周期阶段。

降息已成定局……

这就引出了媒体一直密切关注的一个人及其行动：美联储主席鲍威尔。美联储一直试图依赖于数据，他们也在密切关注劳动力市场数据来指导货币政策。

不过现在他们看似已经掌握了足够的信息。在8月的杰克逊霍尔会议上，美联储主席有效地发出了将在9月降息的信号。这意味着降息几乎已成定局。

……但经济和市场走势尚未确定

虽然较低的利率通常对风险资产有利，但市场轨迹远非已成定局。美联储仍在努力维持微妙的平衡：若过早降息，可能会在通胀之战中失利；若过晚降息，可能会引发经济衰退，从而导致市场下跌。我们需要提醒自己，美联储的任务是管理通胀水平和劳动力市场，而非金融市场。关键是要确保我们的投资组合能够为任何可能出现的情况做好准备。

基本面支持

2024年8月，全球股市取得2.6%的涨幅。单从月度涨幅来看，这一结果并不特别引人注目，但它实际隐藏了早些时候发生的一次月内大幅下跌。

股票市场	8月1-5日	8月1-30日
美国	-6.1%	2.4%
欧洲	-4.6%	3.9%
日本	-16.8%	-0.2%
新兴市场	-6.3%	1.6%

来源：彭博社。总回报以美元计。

在经历了相对平稳的2024年上半年后，我们无疑已进入一个更为曲折变化的市场阶段。过去几个月的市场下跌及随后的强劲反弹揭示了以下几点：

1. 随着通胀之战看似已经胜利，投资者对经济状况以及即将到来的美国大选的担忧日益凸显——预计未来几周和几个月内市场会再次出现波动。

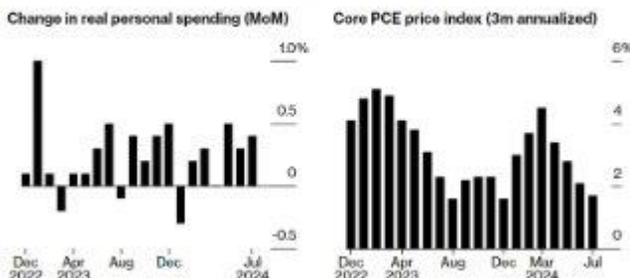
2. 尽管8月1日至5日的大幅下跌反映了市场对经济衰退的担忧，但随后的反弹也表明这些担忧（目前来看）是被夸大的。

毫无疑问，经济增长正在放缓，8月劳动力需求进一步下降以及制造业活动持续疲软也证明了这一点。在这个关键时刻，谨慎选择投资对象非常重要，**即使在如今的经济晚周期环境中，仍存在获利机会。**

经济之所以能够良好运转是有充分理由的。首先，美国的普通消费者仍在持续消费。这一点值得密切关注，因为消费支出约占美国国内生产总值(GDP)的三分之二。尽管高利率及疫情时期储蓄减少的影响挥之不去，最终应该会对消费能力产生更大作用，但迄今为止尚未出现这种情况。

US Consumer Spending Picks Up as Inflation Trend Softens

Underlying inflation over the past three months posts smallest advance of year



如上图所示，随着通胀逐步降温，我们观察到美国消费者依然愿意继续消费。此现象与上个月公布的零售销售数据所表现出的韧性相一致。

与此同时，股市的复苏范围也在扩大，不再局限于“七巨头”这样的少数股票。我们持有的优质大盘股也从中受益——尽管增长放缓，仍有近80%的美国大盘股公司盈利超出预期。我们谨慎乐观地认为，持续的盈利增长将对整个市场产生积极的支撑作用。

总体来看，市场正在平衡增长放缓的担忧和仍具支撑性的经济基本面之间的关系，这些基本面体现为美国消费者的韧性和企业盈利。

我们需要关注的是，是否有迹象表明经济会全面衰退，从而引发市场大幅下跌，并促使我们进一步调整投资组合。在此之前，基本面仍有望支撑市场在年底前持续上涨。



基本情境：
如何布局



密切关注并做好应对意外市场冲击的准备



临近关键节点

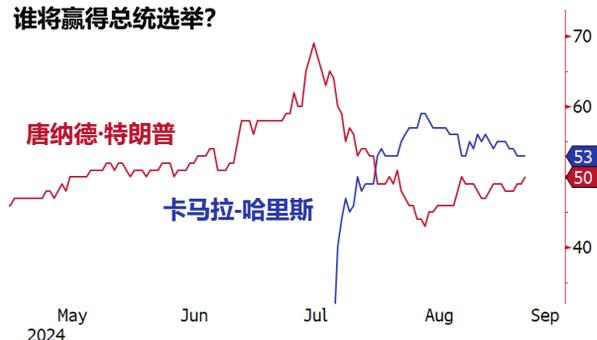
“交叉路口”（crossroad）可用于描述那些能在短期内推动市场走势的重大事件。这些事件可能影响市场走向，也可能为投资者带来波动和不确定性。

虽然市场在过去一个月内快速反弹，但我们正临近一系列可能引发新一轮波动的市场交叉路口（关键节点）：

- 美联储降息（9月 - 预计）
- 美国大选（11月）
- 增长放缓（或其他情况？）

美国大选：尽管大选相较于对经济增长的担忧已退居次要地位，但随着11月的临近，大选很可能会重新引起人们的关注。除了对政策言论和潜在市场“赢家或输家”的常规猜测外，有一点是明确的：市场不喜欢不确定性。最新的市场预测（PredictIt）显示，总统竞选结果仍然悬而未决：

谁将赢得总统选举？



资料来源：PredictIt。赢得选举的概率%。

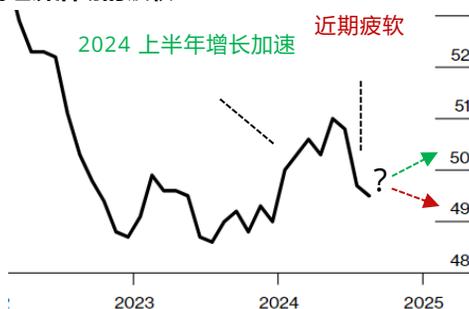
我们专注于高质量头寸，预计能更好地应对即将到来的各种市场冲击，尤其是在与选举相关的不确定性出现时。此外，自年初以来我们减少了对中国的风险敞口，这也进一步增强了投资组合在美国可能对中国采取更“强硬”立场时的韧性。

美联储已为9月降息开绿灯。美联储主席杰罗姆·鲍威尔对（降温中的）通胀前景充满信心，并承认了近期劳动力市场数据的疲软，这增加了9月份开始降息的可能性。

“我们两大任务（通胀、就业）的风险平衡已经发生了变化。”值得注意的是，美联储最近的言论表明，其工作重心已从之前更多地关注通胀，转向管理劳动力市场风险。这暗示美联储将在经济出现进一步疲弱迹象时，更积极主动地降息以支持经济发展。

美联储关注重点的转变意味着我们需要重新调整策略，以应对未来的情况。降息的“绿灯”让我们有更多理由来重新审视经济敏感型的投资机会，例如小盘股，但我们现在还不会贸然出手。因为这类机会不仅需要降息的条件，还需要更可持续的经济增长才能表现良好——这正是我们现在密切关注的基本面因素。

近期经济活动的疲软



来源：彭博社，截至 5/9/2924。制造业采购经理人指数（PMI）

美联储对降息大开绿灯，但也要看到其中的两面性。在讨论交叉路口（关键节点）时，从中长期来看，市场最终还是由基本面驱动的。历史上，当经济能够持续增长时，降息对股市是利好的。而在当前经济增长放缓的环境下，我们布局在更具韧性的市场板块，如医疗保健类，这些市场对强劲的经济增长依赖性较小，有助于我们获取“更高质量”的收益，如下表所示。这一策略已使我们的投资组合受益，并将使我们在未来几周和几个月内的市场走势中具有优势。

股票市场	8月1-5日	8月1-30日
全球	-6.4%	2.6%
医疗保健类	-2.3%	5.5%
小盘股	-9.5%	-1.5%

来源：彭博社。总回报以美元计。



提前锁定收益

降息意味着收益机会减少

几乎可以确定利率在未来几个月内会降低（美联储预计在9月降息），这意味着债券收益率将随之下降。

换言之，对于寻求高收益的投资者来说，可供投资的高收益债券将越来越少。就在两个月前，美国政府还在发行票面利率为4.625%的债券。然而上周，美国发行的国债票面利率降至3.750%*。在美联储降息之前，高收益国债的供应量已经在减少。

降息背景下提前锁定收入

对于收益型投资者而言，当前可采取一些措施来保持持仓的较高收益水平。最实用的方法是重新分配资产，从货币市场基金等短期资产配置（收益潜力将随利率下降而降低）转向收益率较高、利率下降时有价格升值潜力的固定收益板块。

虽然重新配置资产以在更长的时间内锁定更高的收益似乎是一种“轻而易举”的选择，但如下图所示，事实并非如此。在过去几轮降息周期中，货币市场基金（MMF）投资者的行为揭示了几个有趣的发现：

- MMF投资者对降息反应迟缓。
- 即使收益潜力下降，他们仍继续购买MMF。
- 只有在利率触底时，他们才开始减少对MMF的投资。

数据显示，货币市场基金（MMF）投资者仍有优化空间，可以在更长的时间内确保较高的高收益水平，而不必完全受制于美联储的政策。

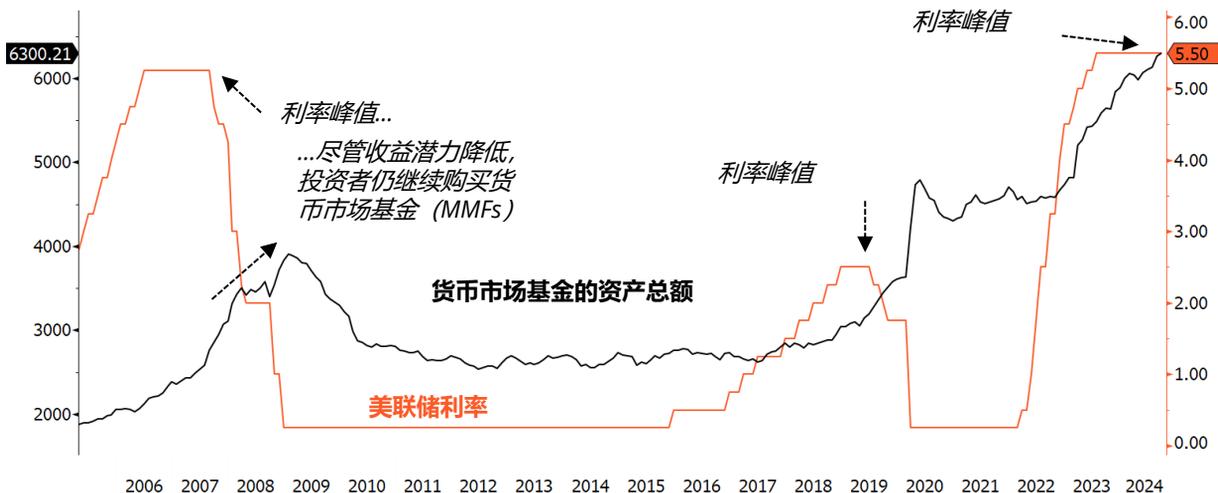
锁定更高的收入

如果想锁定收益，为什么不在今天就锁定更高的收益呢？如下表所示，即使在收益机会供应减少的情况下，仍然有更高的收益机会来满足不同投资者的需求。

债券市场	收益率
投资级	4.25%
高收益	7.23%
新兴市场高收益	8.93%

话虽如此，单纯投资于收益率最高的市场可能并不是一个好主意——在此之前，应该先考虑与您的风险承受能力和投资期限相匹配的“合适”板块。同样重要的是，要评估它们的基本面和估值情况，尤其是在市场接近之前讨论的交叉路口（关键节点）时。在如此动态的环境中，主动管理的策略提供了根据不断变化的风险和机会进行调整的潜力。

来源：彭博社，截至2024年9月6日。投资级：彭博美国综合债券指数；高收益：彭博美国企业高收益债券指数；新兴市场高收益：彭博新兴市场高收益总回报指数。*彭博。美国2年期国债。



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	2.57	16.34	9.36	8.91
美国	2.43	19.52	12.96	10.65
欧洲	3.83	12.68	6.09	7.36
日本	-0.02	11.74	6.60	5.05
亚太区（日本除外）	2.34	11.19	3.90	7.83
新兴市场	1.64	9.80	2.93	7.62

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	4.12	8.65	5.98	9.93
巴西	6.47	-12.94	-1.29	5.82
中国A股	-1.51	-0.54	4.32	8.82
中国H股	3.89	13.39	-1.92	5.37
中国香港	4.10	9.39	0.27	5.29
印度	0.71	14.36	9.74	13.01
印度尼西亚	10.85	7.58	3.79	12.29
韩国	-1.07	-2.03	1.81	7.32
马来西亚	9.86	25.39	-0.71	6.77
新加坡	4.20	12.59	3.95	7.80
中国台湾	3.35	21.39	12.21	11.30
泰国	8.13	-0.92	1.07	8.81
越南	4.18	12.05	7.93	9.10

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	2.44	24.61	5.09	3.30
能源股	-1.70	11.35	3.41	8.14
科技股	1.46	24.44	19.82	14.34
医疗保健股	5.52	18.05	9.88	10.10
金融股	4.51	22.57	11.42	5.62

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	2.37	1.86	0.12	2.43
对冲全球投资级债券	1.10	3.19	2.18	3.44
高收益债券	1.63	6.09	4.17	6.47
亚洲债券	1.34	4.37	3.06	3.21
新兴市场债券	2.10	6.29	2.84	5.81

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	2.24	1.04	-0.45	1.36
欧元兑美元	2.05	0.08	-1.71	-0.49
日元兑美元	2.61	-3.51	-3.34	-1.45

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	2.28	21.35	6.88	9.47
石油	-5.60	2.65	-2.62	2.83

截至2024年8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。