

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

10月市场走势逆转了9月的反弹，这反映出在经济周期晚期进行投资所面临的持续挑战。在上月，原本应被视为利好消息的强劲经济数据反而引发了市场的担忧，认为美联储降息的力度可能会小于之前的预期。

市场正面临一系列的“十字路口”（关键节点）：经济周期晚期阶段带来的压力、不确定的利率政策、以及刚刚结束的美国大选都会对市场产生重要影响。**最新消息，特朗普赢得大选（就在我们撰写这篇评论时！），**一项重大不确定因素似乎已消除，**但市场仍需时间来消化特朗普胜选所带来的各种政策预期和经济影响，因此波动性可能会持续一段时间。**在减税和放宽监管等亲商政策预期的推动下，市场对此初期反应积极。共和党还赢得了对参议院的控制权，使得政策的实施变得更加容易（无论好坏）。然而，除了最初的乐观情绪外，市场的长期展望将更多地取决于这些政策的具体实施情况。特别是，如果特朗普政府的政策导致贸易紧张局势升级或通货膨胀加速，无论哪种情况，都可能对市场造成不利影响，引发新的担忧。

特朗普胜选对国际市场也有影响。尤其是中国，可能会因预期特朗普对中国采取强硬立场而出现短期疲软——他此前曾威胁要对进入美国的中国商品征收高额关税。尽管表面情况看似不利，但背后可能隐藏着机会。如果中国的政策制定者针对美国大选结果采取了更强有力的刺激措施，特别是在财政政策方面，那么这可能会为新兴市场和中国带来战术性的投资机遇。我们将持续关注中国全国人大的动态，期待从中捕捉到此方面的支持信号，以便把握机会。

归根结底，市场是由经济基本面驱动的，而非选举言论。考虑政策如何影响经济固然重要，但整体的经济走向仍是优先关注的重点。目前，经济持续表现出韧性，“软着陆”是当前的基本预期，这为股票和固定收益市场的进一步上涨提供了支持。我们仍将保持现有布局，以抓住这一增长机遇，同时对任何经济放缓的迹象保持警觉，随时准备在必要时转向更为防守的策略，来应对波动。

## 市场回顾

对于不习惯市场波动的投资者来说，每月观察市场表现可能会令他们感到不安。市场起伏不定，在9月上涨（以中国市场的强劲反弹为例），随后在10月又出现回落。

尽管市场波动可能带来不适，但这也是投资历程必经之路。好消息是，能够忍受这种波动的投资者可以从股市的资本增值中受益。同时，就那些更倾向于收益而非资本增值的投资者而言，也有更适合自己的投资路径。

### 利好变利空

10月市场普遍出现回落，暂时中止了先前的增长态势。虽然中国市场在9月大幅上涨后出现回调不足为奇，但这次的逆转不仅仅只是发生在中国。

美国的情况是“利好变利空”。尽管基本面表现良好，但却给市场带来了更大的波动，这似乎有悖常理。公布数据显示美国经济更具韧性（本应是好消息），然而却引发了一些担忧，即未来降息次数可能比之前预期的要少（速度也会放缓）。

### 市场面临关键抉择

市场正处于关键节点，面临着多种可能性，在思考该何去何从。虽然很容易将市场的不确定性归咎于美国大选的影响，但更需要认识到，这是经济周期晚期的普遍现象，在此阶段，市场对经济数据的变化格外敏感。如果有人向你保证，经济会硬着陆、软着陆或根本不着陆，不妨佩服他们的自信，但也仅此而已，不必过于认真。当前经济形势动态复杂，每次数据发布都不会直接给出经济走向的明确答案，而是为理解大局提供逐步深入的见解。

### 经济稳步前行，但需留意明显的放缓迹象

一些市场评论员可能会建议投资者退出市场，认为经济已进入周期晚期阶段，衰退只是时间问题，而非是否发生的问题。虽然我们不会忽视最终发生经济衰退的可能性，但过早撤出与判断错误之间往往只有一线之隔。事实上，随着经济仍在稳步增长，过早离场的投资者很可能会错过近期本应属于他们的收益。因此，我们维持现有投资，同时密切关注任何经济放缓的显著迹象，以便调整风险敞口。

### 市场正面临一些列关键节点



利率政策



经济周期晚期阶段



美国大选

## 美国大选带来的不确定性

不出所料，全球最大经济体美国的大选让投资者们开始思考选举结果会对自己投资组合产生的潜在影响。在两位总统候选人——唐纳德·特朗普和卡玛拉·哈里斯——的激烈角逐中，这一点尤为突出。截至撰写本文时（新加坡时间11月6日），特朗普刚刚击败哈里斯再度当选，也消除了一个市场不确定性因素，但市场仍需要时间来消化其胜选影响，因此市场波动可能仍会持续。

过去几个月，市场持续走高，看似未受选举担忧影响。但我们也要提醒大家，考虑到全球经济处于周期晚期阶段、市场估值普遍偏高的现状，不能盲目乐观地认为未来将一帆风顺。

**未来的市场走势将主要取决于经济走向，而非选举结果。**对此，我们最喜欢引用的例证之一是下面这张简图，它展示了：无论谁入主白宫，长期来看市场都会上涨（见本页底部）。“在近100年的美国总统任期内，股票市场持续向上攀升”，这反映出随着经济和企业的发展，市场总体呈上升趋势。当然，我们也知道市场的走势并非一路向上：投资者会频繁经历小幅波动，偶尔遭遇较大回撤，每隔几年甚至可能面临一次重创（跌幅超过20%）。

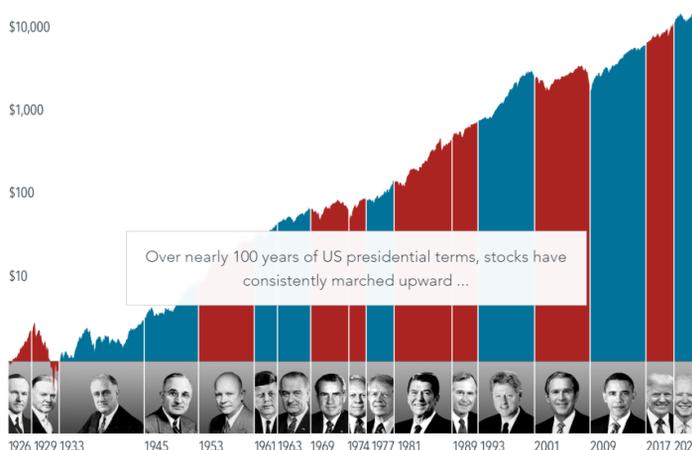
回顾历史，大选后的市场回报更多是由当时的经济状况所决定，而非最终谁赢得选举。以2020年或2000年的两次大选为例。

**2020年大选：**上一届选举是在新冠疫情的背景下进行的。疫情和随之而来的经济衰退在当时主导了市场情绪。不过值得注意的是，到2020年11月大选时，辉瑞公司发布了关于新冠疫苗有效性的好消息，这个消息使得市场参与者开始预期经济将在未来几个月内复苏。

**2000年大选：**这是一个长时间存在争议的选举例子，即乔治·W·布什与艾尔·戈尔之间的角逐，两人仅有327票的微弱差距。不出所料，由于选举结果的不确定性，市场出现了剧烈波动。但波动的原因还包括经济面临的挑战——当时正值2000年互联网泡沫破裂，给投资者带来了巨大损失和痛苦。

这只是两个例子，表明对于市场而言，经济状况的重要性远超选举言论，后者可能只会引起短期的波动，但往往影响有限。如今，经济稳步前行，企业盈利持续增长，为市场未来几个月的进一步上涨提供了支持。

**当然，评估某些政策将如何影响经济基本面是很有必要的。特朗普的胜选以及共和党很可能横扫参众两院意味着他的亲商政策更有可能得到实施，即减税和放宽监管，为企业盈利提供有效助力——这可能是近期市场乐观情绪的另一个来源。另一方面，如果特朗普积极推行贸易关税，或者他的政策导致通货膨胀再次抬头，投资者需要在乐观情绪与全球贸易不稳定的风险之间找到平衡。**



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。



## 软着陆前景更加明朗？

市场已经悄然度过了历来表现疲软的9-10月，未出现太大波动。尽管美国大选前的几周通常伴随着不确定性，但与以往的选举相比，尽管选情异常紧张，市场似乎对此次竞选情况兴致寥寥。

如前所述，一个原因是选举恰逢经济周期的晚期阶段，而这一点对市场的影响要大于政治言论。

### 硬着陆、软着陆，还是无着陆？

最终，经济基本面决定了市场走势。

关键在于，当前的经济环境是非常复杂且不断变化的。就在不久前，市场还在普遍担心经济是否能够承受加息的影响，硬着陆还是软着陆成了难题：劳动力市场迅速降温，像“萨姆法则（Sahm rule）”这样的衰退指标也指向了衰退迫在眉睫。尽管有上述担忧，另一方面，企业盈利仍在继续增长，消费者数据也表现出韧性（我们在8月月度时评中曾探讨过这一问题），这表明经济并非完全悲观，仍有一定的增长动力。

与其对一两个不利数据过度反应，我们还是保持了投资组合的平衡配置，并因此从之后更高质量的市场复苏中获益。

### 最可能发生的情景：软着陆支持市场上涨

实际上，目前的数据表明美国经济正朝着软着陆的方向发展。2024年第三季度，美国经济增长了2.8%，这一增长得益于消费和就业数据的持续韧性。美联储在9月大幅降息0.5%的举措，也是支撑市场的另一个因素（在这种情景下，我们不禁想起“不要与美联储对抗”这一说法）。

如果软着陆的预期持续增强，如股票等风险资产有望继续上涨。固定收益信用市场也将因利息收益而表现良好，而非资本利得的推动。无论哪种方式，资本增长型或收益型投资者都将有望从中受益——我们将维持现有的布局以期获得更多收益，直至指标显示出风向转变的信号

### 警惕经济数据出现长期放缓迹象

下行情景是经济表现不及预期，多项数据呈现出更长期的放缓趋势。目前的市场定价较为乐观，未考虑到潜在的下行风险。如果数据开始显示硬着陆（衰退！）的可能性增大，我们将进一步调整投资组合以应对潜在的经济下行——此情景目前发生的概率较低，但仍需警惕。

### 市场的机遇与转变

我们的投资组合已经在“风险偏好型”股票和更具防御性的医疗保健行业之间实现了多元化配置。在数据持续支持的情况下，预计将把部分资金从防御性投资转向美国市场中更具“风险偏好”的板块。

同时，我们也在寻求美国以外的战术性机遇。例如，中国市场在过去两年可能给投资者留下了表现不佳的印象，但现在或许也迎来了“苦尽甘来”的时刻（简而言之，困难时期很快就会过去）。

虽然特朗普胜选会导致中国市场短期内出现波动和疲软，但考虑到这次选举的结果，中国政府也有可能出台更有力的刺激措施。正在召开的全国人大会议值得关注——如果财政政策方面推出更多有意义的刺激措施，将有利于新兴市场和股市的良好表现。这可能会激起新一轮对中国资产的买盘，并随着投资者对中国的热情升温，引发新兴市场内部的潜在资本流动，即从印度或越南等“中国加一（China plus one）”市场回流至中国。我们正密切关注形势的发展，并据此调整投资组合。

## 寻找“合适”的收益机会

**股市动荡期间，收益型投资组合表现出更强的韧性**  
虽然收益型市场在9月的涨幅较小，但在10月却展现出更强的韧性；为收益投资者提供了更为平稳的投资体验。这就是为什么投资者需要选择与自己目标和风险承受能力相匹配的投资产品。

然而，并非所有的收益型投资者都享有舒适的投资旅程。那些重仓政府债券的投资者可能正在重新考虑他们的决定，因为与今年高收益市场7.4%的涨幅相比，“全球综合”债券市场（主要包含政府债券和投资级债券）的涨幅微乎其微。此外，全球综合债券市场的波动性也更大，该市场在10月随着利率市场的逆转而下跌，而高收益债券市场则保持坚挺。

### 并非所有的收益型策略都有相同回报

即使年初有人告诉我们第四季度市场将呈现这样的表现，我们也不会感到惊讶。年初时全球综合债券的收益率为3.5%，因此目前的收益率仅为个位数的小幅上涨是符合预期的。同时，在经济保持韧性的背景下，高收益债券市场的收益率为7.6%也不足为奇。随着经济进入周期晚期阶段，市场处于关键节点，选择合适的债券仍然能够为投资者带来可观的收益回报。

### 收益型投资者应关注的回报来源

在当前市场环境下，大部分回报预计将来自收益，而非资本增值。由于追求收益，债券市场经历了资本增值，从中受益的投资者不在少数。但是这也意味着未来资本增值的空间会更加有限，因此，未来的回报将主要来自收益。对于追求更高收益的投资者来说，应考虑在新兴市场和亚洲等高收益市场中寻找机会。

### 回报与风险的双面性

回报和风险是密不可分的两个方面，只谈回报而不提风险是不理智的。高收益投资者之所以能获得更高的收益，是因为他们承担了更多的风险，从而得到了风险补偿。在当前经济表现出韧性的环境下，高收益市场将继续为投资者提供良好回报。

经历波动和下跌，给投资者带来损失。我们在收益型投资组合中保持多元化配置，相信哪怕在上述情况下，投资组合也不会遭受重大的永久性资本损失。此外，我们将持续关注市场指标，确保及时调整高收益风险敞口，以应对可能出现的市场波动。

在经济保持韧性的背景下，高收益投资提供了可观的回报...



...与此同时，全球债券市场则经历了更多的波动，回报率相对较低。

来源：彭博社。全球债券：彭博全球综合指数·高收益债券：彭博美国公司高收益债券指数。



# 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

(如中国、印度、越南)

### 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



# 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	-2.21	16.45	9.64	8.67
美国	-0.92	20.96	12.99	10.57
欧洲	-5.70	6.86	6.17	6.67
日本	-4.18	7.65	6.47	4.90
亚太区（日本除外）	-4.97	13.98	4.66	7.57
新兴市场	-4.32	12.11	3.82	7.30

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-6.59	7.58	6.62	9.19
巴西	-7.37	-18.80	0.13	5.24
中国A股	-4.37	16.39	5.18	9.71
中国H股	-3.33	31.46	-0.29	5.85
中国香港	-3.92	24.81	1.86	5.86
印度	-6.05	10.12	8.97	12.16
印度尼西亚	-2.66	5.24	3.96	11.27
韩国	-5.85	-8.79	2.17	6.59
马来西亚	-8.39	19.98	-0.70	6.28
新加坡	-3.62	15.03	4.62	7.61
中国台湾	1.54	24.39	13.26	11.39
泰国	-3.18	8.10	1.98	9.17
越南	-4.54	9.16	8.24	8.95

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	1.42	30.26	10.12	3.29
能源股	0.79	9.22	4.33	7.56
科技股	-1.27	25.57	19.92	13.95
医疗保健股	-4.80	9.07	8.70	9.76
金融股	2.69	25.17	11.37	5.75

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	-3.35	0.12	0.23	2.16
对冲全球投资级债券	-1.35	2.97	2.12	3.37
高收益债券	-0.70	6.93	4.36	6.29
亚洲债券	-1.48	4.26	3.01	3.21
新兴市场债券	-1.37	6.68	2.91	5.66

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	-2.63	0.04	-0.25	1.16
欧元兑美元	-2.25	-1.40	-1.39	-0.81
日元兑美元	-5.52	-7.22	-2.98	-1.80

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	4.15	33.01	8.87	9.73
石油	1.60	-3.34	-1.50	1.47

截至2024年10月30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。