

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

2024年11月，两大事件引起了投资者的广泛关注：美国总统选举和中国全国人大会议（NPC）。美国大选被视为一桩关键风险事件，投资者对选举结果尘埃落定感到宽慰。选举结果被视为有利于风险资产，推动了美国股市创下历史新高。尽管选举前的种种预期曾引发市场波动，但随着结果揭晓，市场开始趋于稳定，投资者对未来前景的预期也变得更为乐观。

相反，中国全国人大会议的结果未能符合投资者的预期。许多离岸投资者原本希望中国政府能够出台大规模刺激措施，以应对特朗普当选后日益加剧的关税风险，并促进消费增长。然而，会议宣布的10万亿元人民币地方债置换计划旨在解决与地方政府债务相关的系统性风险，并未如投资者所愿提供对消费或房地产市场稳定的支持。这一令人失望的结果使得中国股市从9月开始飙升的涨势戛然而止。

在美国选举结果公布后，市场预期逐渐形成了一个“无着陆（no-landing）”情景，即经济增长强劲，通胀持续，且美联储预计将减少降息次数。这一环境利好美国股市，尤其是小盘股和金融股，而债券市场则因投资者对通胀和财政赤字的担忧而表现不佳。此外，斯科特·贝森特（Scott Bessent）被任命为美国新一任财政部长，这一任命部分缓解了关于通胀失控的担忧，导致美国国债收益率下降、美元走弱。

就收益型投资组合而言，目前市场走势有望实现预期回报，这得益于强劲的经济数据和有利的市场环境。在稳健的经济指标和有效的央行政策支持下，新兴市场高收益信用债券在2024年表现突出。然而，投资者仍需警惕潜在风险，例如企业基本面的恶化和在利率上升背景下的再融资挑战。虽然收益型投资组合有望带来可观回报，但密切关注地缘政治形势和国内经济状况对于维持投资组合稳定至关重要。

## 市场回顾

11月，投资者最关注两大事件：美国大选和中国全国人大会议。

美国大选被视为一大风险事件，结果出炉后投资者颇感宽慰，并将其解读为利好风险资产，从而推动美股创下新高。

相比之下，中国全国人大会议的结果则不尽人意。预期中的经济刺激措施未能如期出台，从而导致中国股市的涨势戛然而止。

### 美国大选后“无着陆”局面将带来更高风险

随着特朗普所属共和党在选举中大获全胜并预计出台相关政策，市场开始明确预期美国将进入“无着陆”局面，即经济增长保持韧性，通胀持续高企，美联储降息次数预期减少。

在此背景下，美国股市，特别是小盘股和金融股，以及美元表现突出。与此同时，由于担忧通胀上升和财政赤字风险，债券市场承压，导致债券投资者情绪低迷。

随后，斯科特·贝森特（Scott Bessent）被任命为新任美国财政部长，由于其作为财政保守派的声誉，这一任命有效缓解了人们对通胀失控和财政赤字的担忧。这也导致10年期国债收益率下降，美元随后在本月下半月走弱。

### 中国全国人大会议未达预期

中国全国人大会议的结果未能满足市场预期，离岸投资者原本希望政府能在此次会议后推出更多实质性刺激措施，以提振消费并应对特朗普当选后加剧的关税风险。然而，会议宣布的10万亿元人民币地方债务置换计划旨在化解地方政府隐性债务的系统性风险，未能提供针对消费、房地产去库存或银行资本重组的刺激支持。

此外，美元走强也对中国股市和整体新兴市场情绪造成压力。受此影响，人大会议结束后，中国股市已回调至9月涨幅的一半水平。

### 12月美联储议息会议和明年1月特朗普的就职典礼是未来两大主要风险事件

若无意外，风险资产有望沿着当前趋势缓步上涨至年底。当前的基本面和市场情绪依然为圣诞行情涨势提供有力支撑。

展望未来，12月的美联储议息会议尤为关键，市场将密切关注美联储是否会释放更偏鹰派的信号。此外，特朗普政府即将推出的关税政策在规模和时间安排上仍存在不确定性，可能对市场动态产生影响。尽管目前的市场环境支持适度的风险偏好操作，但随着年关临近，谨慎起见，为应对这些事件，适当降低风险敞口或许是明智之举。

## 市场正面临一系列关键的抉择时刻



特朗普2.0时代



经济“无着陆”



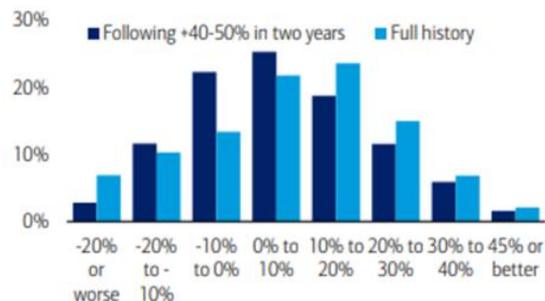
关税风险

# 美国经济例外主义仍将持续，但多元化配置至关重要

随着特朗普的胜选和美联储的持续降息，**美国经济例外论**的说法依然盛行。在减税、放松管制和关税等预期政策的推动下，预计2025年美国GDP增长将在G10经济体中再次领先。自然，预计美国股市将在这种有利环境下受益，并继续表现优异。

标普500指数在过去两年中每年都上涨超过20%，而历史趋势表明，未来的指数涨幅可能会更加温和。通常情况下，在经历两年超过40%的涨幅后，股指回报率通常会下降到0-10%的范围内。

**Exhibit 1: After big gains, returns tend to moderate**  
Distribution of fwd. 12-mo. return after 40-50% gains in two years vs. full history (1930-present)



来源：美国银行美国股票与量化策略部、彭博社

此外，长期投资者还应警惕**市场集中度**和**高估值带来的风险**。例如，市值排名前10的股票占据了标普500整个指数的36%。这些股票对股市回报率的影响在长期内可能会更加显著，但目前仍然是一个需要重点关注的主要问题。

**Exhibit 28: Valuation currently suggests 0-1% p.a. price returns over the next decade**  
S&P 500 annualized forward 10-yr return: actuals vs. model forecast (1993-11/25/2024)



来源：美国银行

Median company P/E multiple



来源：Compustat、高盛全球投资研究

更重要的是，预计到2025年，493只股票与“七巨头”之间的盈利增长差距有望逐渐缩小。

Earnings growth progression: Mag 7 vs. Rest of Index	2023	2024	2025
	CY	CYE	CYE
Mag 7	40%	31%	20%
Rest of Index	-5%	3%	12%
S&P 500	1%	8%	14%

来源：FactSet、彭博社

因此，针对在美国市场的投资配置，我们选择通过投资于包括493只股票在内的市场其他部分来实现多元化，从而捕捉更多收益机会。

此举也使得我们的美股投资配置能够接触到周期性行业，从而减少对估值昂贵的科技行业的依赖，同时增加对工业行业的投资比重。

一个需要关注的关键风险是，人工智能板块可能继续占据主导地位，从而推迟市场向其他领域多元化扩展的趋势。

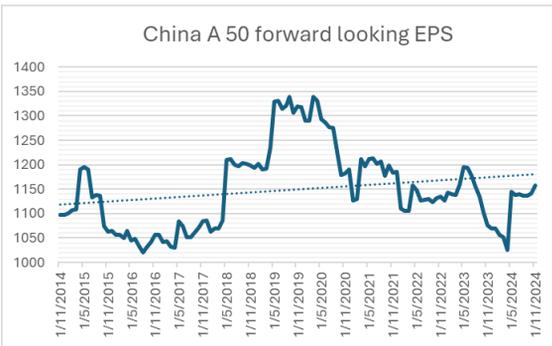
# 中国A股：政策转向后 迎来光明前景

中国股市可能已经触底，尽管在特朗普2.0时期可能会伴随更多波动，仍预计在2025年将呈现上涨趋势。

自2024年9月以来，中国政府政策转变降低了股市下行风险并提升了股票估值。展望未来，政策的有效实施将是推动2025年企业盈利增长和股票回报的关键。

## 基本面改善

尽管中国的长期宏观经济增长前景仍不明朗，但每股收益（EPS）已经触底并开始超出下行分析师的悲观预期。尽管2025年MSCI中国指数的盈利预期共识仍然是9%的增长，但这一增幅较之前的12%有所回调，主要是由于特朗普当选后，关税风险上升，市场对中国经济的担忧加剧。预计政策宽松措施将在一定程度上抵消关税带来的影响，更多地惠及国内企业。



来源：彭博社，富时中国A50指数远期每股收益



来源：FactSet、MSCI、高盛全球投资研究

## 政策支持限制下行风险

9月是中国政策措施的一个转折点。政府出台了一系列财政和货币的协调措施来刺激经济。此外，中国人民银行通过推出再贷款工具直接干预资本市场，支持公司回购股票。“汇金国家队”也持有5.4%的中国A股股票，并且在政府的支持下，可能会大幅增加其持股量，从而帮助稳定市场波动。从短期来看，如果在12月的政治局和中央经济工作会议中政府能商讨出更多具体的刺激措施，将对市场起到提振作用。

进入2025年，中国A股市场有望获得更多的政策支持，同时投资者信心也将逐步恢复。

不过，针对关税的反制措施预计将是被动的，而非先发制人的，进一步的应对措施可能会在明年第一季度，即特朗普的关税计划明确后出台。

## 估值合理，仓位较轻

考虑到日益加剧的地缘政治紧张局势，投资者会需要更高的风险溢价，因此中国A股当前的估值水平显得较为合理。从仓位角度来看，对冲基金在中国A股上的配置较轻，现正处于过去五年中的第11个百分位，即低于过去五年中89%的时期。更为重要的是，境内散户投资者的情绪有了显著改善，存在将额外储蓄转向股市的巨大潜力。

总体而言，强有力的财政和货币刺激措施预计将在2025年为市场提供支撑，有助于提升资产估值，进而带动企业盈利的潜在复苏。相对于H股，我们更看好中国A股，因为A股更侧重于国内市场，能更大程度地受益于政策放宽措施，以及国内散户投资者提供的更强流动性支持。

需要关注的关键风险包括关税、经济刺激政策的执行不力、以及为应对关税而导致的人民币大幅贬值的可能。鉴于上述风险及市场波动较大，投资者需要谨慎把握中国市场的配置时机和规模。

## 灵活应对收益型投资的高峰与低谷

### 收益型投资组合表现达标

在强劲的经济数据和有利的市场条件的推动下，当前的收益型投资组合配置良好，有望满足投资者的收益预期。值得注意的是，尽管新兴市场高收益信用债板块常常被部分投资者所忽视，这一领域却在2024年表现突出。诚然，新兴市场债券在过去几年经历了不少危机，但正如下图所示，即使存在一些负面看法，该板块仍然表现出色。

### 经济强势护航，信用市场创下新高

主要信用市场再攀新高，这得益于强劲的经济指标，如2024年第三季度美国GDP增长2.8%以及就业率的持续提升。新兴市场高收益信用债同样表现亮眼，受益于从拉丁美洲到印度，各国央行在稳定经济增长和控制通胀方面的有效政策。同时，目前紧缩的信贷利差也反映了投资者对企业偿债能力的强烈信心，以及对违约风险的逐步淡化。

### 青睐高收益市场，审慎关注风险

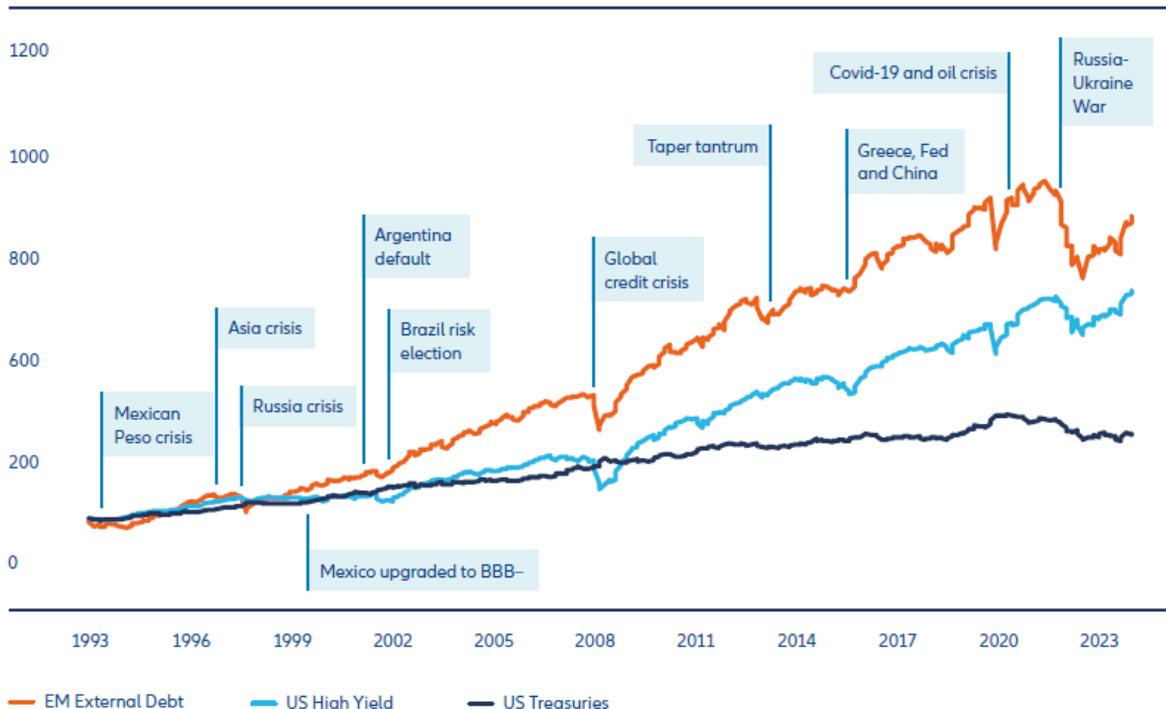
投资者持续涌向高收益债券市场，寻求更高的收益潜力。与此同时，我们保持谨慎，密切关注潜在风险，以确保收益与风险的平衡。

虽然全球高收益债券市场可以满足投资者对高收益的需求，但投资者必须对企业基本面恶化和宏观经济挑战等潜在隐患保持警惕。

2025年即将到来的“融资高峰”对许多企业来说是一大隐忧。在利率上升与信贷环境收紧的背景下，部分企业可能面临再融资压力。历史经验表明，财务状况较弱的公司或难以获得融资，或需承担更高融资成本，从而推高违约风险。

此外，尽管新兴市场债券展现出较强韧性和吸引力，投资者仍需仔细权衡地缘政治风险和各国经济状况对投资组合的潜在影响。

总结来看，在当前有利的经济环境下，收益型投资组合有望实现预期收益，但投资者需保持对高收益市场潜在风险的警惕。尽管当前紧缩的信用利差反映了企业财务状况稳健和投资者信心充足，在面对经济下行风险和再融资压力时，保持审慎和风险意识对于保持投资组合的稳定性至关重要。



来源：美国银行全球研究、彭博社、摩根大通EMBI全球多元化综合指数、ICE数据指数公司。

新兴市场外债：摩根大通EMBI全球多元化综合指数；美国高收益债：ICE美国银行美国现金支付高收益指数；美国国债：ICE美国银行美国国债指数

## 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	3.77	20.85	9.86	8.58
美国	5.87	28.06	13.33	10.66
欧洲	-1.58	5.17	5.74	6.22
日本	1.16	8.99	6.61	4.76
亚太区（日本除外）	-2.23	11.44	4.56	7.00
新兴市场	-3.58	8.10	3.55	6.63

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	3.21	11.04	7.64	8.93
巴西	-7.25	-24.68	-0.22	4.14
中国A股	-1.04	15.18	3.93	9.58
中国H股	-4.39	25.69	-1.09	5.09
中国香港	-4.29	19.46	1.41	5.21
印度	0.03	10.15	8.8	11.54
印度尼西亚	-6.31	-1.4	3.27	10.12
韩国	-5.18	-13.51	1.91	5.69
马来西亚	-1.88	17.72	-0.46	5.83
新加坡	4.39	20.08	4.99	7.65
中国台湾	-3.89	19.55	12.74	10.82
泰国	-3.9	3.88	1.59	8.49
越南	-1.23	7.81	8.77	8.96

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	-7.09	21.02	8.69	2.75
能源股	6.93	16.79	5.97	7.61
科技股	5.22	32.13	19.94	13.97
医疗保健股	-0.84	8.15	8.27	9.61
金融股	10.28	38.04	12.21	6.11

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	0.34	0.47	0.30	2.05
对冲全球投资级债券	1.19	4.20	2.14	3.42
高收益债券	1.17	8.19	4.58	6.32
亚洲债券	0.61	4.90	2.97	3.24
新兴市场债券	1.11	7.86	3.06	5.67

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	-1.47	-1.43	-0.27	1.01
欧元兑美元	-2.82	-4.19	-1.62	-1.13
日元兑美元	1.51	-5.83	-2.30	-1.85

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-3.67	28.12	8.52	9.24
石油	-1.82	-5.09	0.28	1.64

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。