



想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

在平静开年的背景下，二月为全球股市带来了新的波动。贸易紧张局势以及对美国经济增长放缓的担忧影响了投资者情绪。有趣的是，尽管美国股市面临阻力，欧洲和中国市场在过去一个月表现优异——这反映出美国例外主义叙事的暂时（？）中止。

不可否认，围绕特朗普经济政策的不确定性为投资者创造了一个充满挑战的环境。虽然预计会推出促进增长的举措，例如减税，但较不利于市场的政策（如关税和联邦裁员）的提前实施已损害了市场情绪。尽管如此，企业盈利的支撑性基本面以及预期逐步推出的促进增长政策表明，美国股市牛市目前可能仍然保持完好。在这种不确定性环境下，投资者不应忽视分散投资的重要性。去年市场表现集中于少数估值较高的美国大型股票，而收益的全球化以及美国内部的扩展可能在波动时期提供更好的上行潜力和韧性。

尽管股市波动加剧，以收入为重点的投资在二月表现出了韧性。债券收益率下降，反映了对固定收益资产的需求。值得注意的是，新兴市场和亚洲企业债券表现优于发达市场债券，反映了其当前更稳定的基本面。收入市场的格局仍然充满动态变化，与去年相比，机会正在转移，这需要投资者采取更具选择性和适应性的策略。

展望未来，随着投资者应对不断变化的经济政策和全球不确定性，市场波动可能会持续。保持灵活，同时维持良好的分散化，将是管理风险并在当今不断变化的发展中捕捉机会的关键。

市场回顾

二月被证明是一个动荡的月份。

美国消费者信心减弱，以及对加拿大、墨西哥和中国的关税威胁，成为影响投资者情绪的主要不利因素。在这种背景下，全球股市在二月下半月出现下跌，主要受美国市场疲软表现拖累。“特朗普交易”

（Trump trades），例如美元和比特币，也失去了上涨动力。相比之下，固定收益市场因债券收益率下降而实现温和上涨，这反映出投资者在经济数据走弱和整体风险资产回撤的背景下转向更安全资产的趋势。黄金表现突出，在央行持续购买的结构性利好推动下，继续成为良好的下行风险对冲工具。

美国例外主义的叙事（暂时？）消退，中国和欧洲因此受益。

欧洲和中国市场的强劲表现令许多投资者（包括我们）感到意外。客观而言，美国经济增长依然良好，但不再像之前那样突出，实际GDP增速已开始从3%向2%回落。那么，到底是什么因素驱动了股市表现的分化？

中国股市在DeepSeek发布AI模型后实现上涨，而习近平主席公开表达对中国大型科技企业的支持，也为私营部门注入了信心。特别是DeepSeek推出的AI模型已经并可能继续推动中美科技股估值差距进一步缩小。此外，我们也观察到更多迹象显示，中国企业盈利状况及业绩指引正在逐步改善，尤其是在头部科技公司中表现更为明显。

在西方，欧洲正受益于可能出台的政策变化，这些变化将同时支持经济增长和安全。

欧洲央行（ECB）的鸽派立场、乌克兰停火可能性上升，以及德国可能组建联合政府，这些因素结合起来预示未来可能出现更多积极的经济惊喜。尽管如此，我们对这种乐观情绪保持谨慎，因为考虑到迄今为止市场上涨的幅度，很多利好因素已经反映在价格中。此外，市场可能低估了特朗普对汽车及其他产品征收25%关税的威胁。

特朗普2.0政策的“胡萝卜加大棒”策略顺序开始影响市场情绪。

看起来，相比减税等促进增长的政策，特朗普政府不利于市场的关税措施以及政府效率部门（DOGE）裁员等政策被提前执行。这种安排对投资者而言并不容易消化，短期内的政策不确定性加剧了市场对经济显著放缓的担忧。不出所料，美国股市出现盘整，而随着市场对美联储降息预期升温，债券收益率显著下降。

在市场波动中，我们感到欣慰的是，我们所布局的是估值更具吸引力且质量更高的领域，这将为投资者提供更好的风险回报。在我们的灵活多资产解决方案中，我们也积极地在二月中旬市场抛售之前实施了保护性策略——这有助于在未来进一步市场下跌时起起到缓冲作用，就如同为阴雨天准备的一份保险计划。

尽管近期出现疲软，但我们认为美国股市牛市行情目前仍可能保持完好——基本面的盈利环境依然具有支撑性，而特朗普政府促进经济增长的政策也有望逐步落实。

二月：美国例外主义的叙事消退，中国与欧洲从中受益。



习近平会见马云



欧盟情绪重置



关税威胁仍存



关税引发的增长恐慌？

在平静的1月之后，全球市场变得紧张，过去一个月波动性再次上升。不出所料，贸易紧张局势仍然是主要原因，每次特朗普的推文和关税相关的头条新闻都会引发市场波动，为投资者创造了一个复杂的环境。

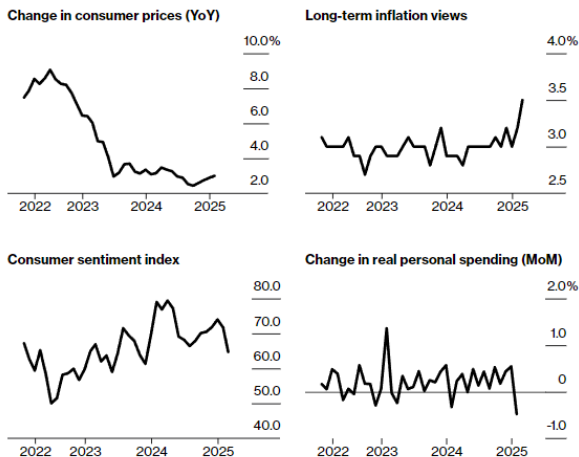
从关税恐慌到增长恐慌？

[上个月，我们强调了关税被用作高风险谈判中的杠杆](#)——这正是目前正在发生的情况：美国于2月1日首次宣布对加拿大和墨西哥征收关税，随后在2月3日暂停了这些关税，以换取在边境安全上的承诺，但又在3月4日以缺乏进展为由重新实施了这些关税。特朗普对关税采取的“胡萝卜加大棒”策略有可能导致经济环境的不确定性，从而引发市场波动。

人们越来越担心，特朗普的政策可能会在当前粘性通胀背景下引发经济放缓，即滞胀情景。虽然这种情景尚未确立，但如果成真，将对美联储构成难题，因为他们需要在抑制通胀（保持高利率）和支持经济（保持低利率）之间做出选择……这两个政策目标是相互矛盾的！

US Economic Data Hint at Softer Growth Ahead

Consumers are growing wary as inflation proves sticky



Source: Bloomberg

尽管如此，我们观察到一些近期美国经济数据中的疲软迹象，这些值得密切关注。消费者信心调查显示，经济前景令人担忧。此外，据报道，越来越多的企业在不确定的环境中采取“观望”态度。劳动力市场也出现了一些压力迹象，负责削减联邦支出的政府部门DOGE已[开始进行大规模裁员](#)。

话虽如此，一两个数据点并不能构成趋势，目前的数据疲软可能只是一次增长恐慌，最终可能让位于牛市的恢复。事实上，经济增长并未骤降，只是有所放缓，仍存在一些强劲的领域，例如服务业PMI的持续扩张和支持性的企业盈利基本面。尽管如此，我们将继续密切关注每一个数据点，例如2月的非农就业数据（NFP），以指导我们的未来展望和投资布局。

应对波动

在不确定的背景下，投资者可以采取哪些措施？一个简单的方法是未来更加关注投资组合的多样化。虽然去年由美国大型成长股组成的“辉煌七巨头”领跑市场表现，但今年迄今为止，这七只股票中有六只处于负值区间（截至撰写时，特斯拉跌幅接近30%！）。倾向于投资美国标普500指数中剩余的493只股票可能会为投资者提供更好的风险/回报。

投资者也不应忽视国际分散化。尽管美国牛市可能仍然保持完好，但美国以外也存在一些精选机会可供投资者捕捉，特别是在全球政策制定者努力抵消关税不确定性影响的情况下。在持续的贸易紧张局势中保持选择性和灵活性至关重要。我们也在寻找可能在波动期间出现的机会。例如，印度市场的大幅抛售可能最终为我们提供一个有吸引力的入场点，只要基本面趋于稳定。



特朗普2.0时期收入市场展现韧性

特朗普2.0带来了比以往更多的波动性和不确定性。二月因特朗普政府的政策声明而充满不确定性，这些声明重新点燃了贸易紧张局势，加上低于预期的就业数据，引发了对经济增长能否持续的担忧。

好消息是，在上个月的波动中，收入投资者表现出韧性，收入市场在股市回调时保持稳定。固定收益市场需求增加，债券收益率普遍收紧，美国国债收益率下降了0.33%，对此有所反映。

值得注意的是，传统观点认为新兴市场（EM）比发达市场（DM）风险更高，但这次并未适用。新兴市场企业债券表现优于发达市场，这为我们的收入策略带来了提振。当然，贸易紧张局势影响所有地区，包括新兴市场，但或许更稳定的新兴市场基本面在此次表现中起到了支持作用。

展望未来，随着特朗普政府政策逐步成形，收入投资者应预期更多的波动，这再次强调了在风险/回报更佳的领域进行布局的重要性，而不是仅仅投资于过去表现良好的资产。

灵活的市场布局至关重要

确实，收入市场的格局仍然充满动态变化，与去年相比，机会正在转移。

例如，美国高收益债券在2024年提供了有吸引力的收益率，但到了2025年初，其利差进一步收紧（估值上升！），从而降低了获取超额回报的潜力。

新兴市场高收益信用债在2024年表现良好，这得益于央行的积极政策。虽然这意味着其定价更为合理，但也反映了当前新兴市场经济的强劲基本面。我们预计今年波动性将增加，地缘政治风险在背景中隐现，这要求我们未来采取更灵活的策略。

与去年相同的是，久期管理仍将是一个棘手的问题。市场参与者普遍认为利率会下降，但利率却表现出波动性并最终走高。尽管上个月利率下降成为市场热议话题，但如果拉长时间轴来看，这次下降只是过去一年波动中的一小部分。

此外，特朗普政府似乎将近期利率下降归功于自身政策，即便这并非他们期望的原因。

A Key Interest Rate Falls, but Not for the Reasons Trump Wanted

Investors' increasingly gloomy sentiment about economic growth appears to be driving down the 10-year Treasury yield.

<https://www.nytimes.com/2025/03/03/business/treasury-bond-yields-trump-economy.html>

美国财政部长斯科特·贝森特表示，他们的目标是降低美国10年期国债收益率，以减少政府债务利息支出。然而问题在于，上个月的利率下降更多是由于对美国经济前景的悲观预期所致。如果这种前景继续恶化，这将成为特朗普政府面临的更大问题。

尽管收入投资者面临复杂且不断变化的市场环境，上个月凸显了以收入为重点的策略在股市动荡中的韧性。今年，关注不断变化的信用利差（估值）和市场技术面将是识别新机会并保持良好收入的关键。



我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题

美国例外论 + 美股涨势扩大

美国经济表现出较强韧性（相对于世界其他地区而言），至少在短期内支持“美国例外论”继续发挥作用。随着特朗普开始第二个总统任期，新政府或将出台减税和放松监管的政策，这将有利于风险资产，我们期待特朗普上任后将落实更多政策。

在未来经济增长更趋稳定的推动下，全球及美国的股市涨势也有望扩大，不再局限于少数几只科技股。

美国股票

全球股票

（如欧洲、日本股票）

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、越南股票）

调整收益来源

从高收益债券的强劲表现中获利后，我们将逐步将资产转而配置到更高质量的固定收益持仓中，同时维持具有吸引力的收益率。投资者在当前环境下仍有可能获得稳定收益，但需要更加谨慎地在创造回报和管理波动之间取得平衡。

发达市场债券

亚洲高收益债券

新兴市场债券

资产配置策略

● ● ● ● ●
-- 减持

● ● ● ● ●
- 少量减持

● ● ● ● ●
= 维持中性

● ● ● ● ●
+ 少量增持

● ● ● ● ●
++ 增持

股票

美国



美国经济保持韧性，而且政府有望实施减税等利好政策，有利于美国股票延续此前的良好表现。在估值仍偏高的情况下，维持较高质量的持仓。

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日益稳定中受益。

日本



目前持仓水平较低，反映出投资者担心日元升值会对日股造成压力。尽管如此，我们正在寻找入市良机，以便从日本持续的企业改革中获利。

除日本外亚太市场



中国政府出台更积极的刺激措施，有助于推高亚洲股市。通过广泛持有新兴市场资产来把握亚洲和中国的投资机会。

新兴市场



依然偏好高增长、估值具吸引力的市场，如中国和越南。

固定收益

全球



在市场承压时期，把投资重点转移到安全程度较高的政府债券上，以缓冲投资组合的波动。

投资级债券



坚持多元化资产配置，并利用发达市场投资级债券的错误定价机会。

美国高收益债券



保持最低的敞口，因为投资级债券可提供相对理想的风险回报，从而带来收益，同时也能降低违约风险。

亚洲债券



虽然亚洲债券的综合收益率依然具有吸引力，而且基本面向好，但在获取了可观收益和实现资本增值后，我们对其维持中性配置。

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持有短期债券，以缓解政策利率路径不确定性所带来的波动。



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	-0.57	2.79	9.68	8.32
美国	-1.30	1.44	12.96	10.45
欧洲	3.20	10.54	6.32	6.24
日本	-0.99	0.69	5.83	4.45
除日本外亚太市场	0.20	1.58	4.34	6.52
新兴市场	0.50	2.31	3.88	6.03

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-4.41	1.11	6.46	8.00
巴西	-3.46	7.16	1.44	3.32
中国A股	1.47	-0.60	1.59	9.66
中国H股	14.19	16.04	0.00	5.96
中国香港	13.60	14.64	2.80	6.08
印度	-6.42	-8.09	7.18	10.34
印度尼西亚	-13.13	-13.27	1.64	8.83
韩国	0.46	6.99	1.59	4.55
马来西亚	1.08	-3.80	-0.05	5.77
新加坡	1.50	4.35	5.61	7.54
中国台湾	-2.14	0.06	12.69	10.46
泰国	-9.70	-13.60	-0.18	6.79
越南	1.32	2.80	8.62	9.04

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	2.01	17.22	7.86	3.51
能源股	3.97	6.13	5.59	6.43
科技股	-1.84	-3.30	19.29	13.91
医疗保健股	1.15	7.66	7.94	9.39
金融股	1.41	8.02	12.41	6.15

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	1.43	2.01	0.45	2.00
对冲全球投资级债券	1.20	1.60	2.04	3.41
高收益债券	0.63	2.04	4.56	6.25
亚洲债券	1.99	2.63	2.98	3.31
新兴市场	1.62	2.70	3.30	5.53

Note: (H) Currency Hedged

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	0.39	1.07	0.09	0.92
欧元兑美元	0.13	0.20	-0.76	-1.21
日元兑美元	3.03	4.37	-2.28	-1.81

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	2.12	8.89	8.95	9.86
石油	-3.82	-2.73	3.44	1.50

截至2025年02月28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。