



今时不同往日...果真如此?

前言

去年，在前所未见的股债双杀中，多元化投资策略凸显了其价值，我们从另类投资中受益，避开了估值过高的市场。然而，今年对于任何多元化投资组合而言都是一场艰难的考验。

在一片被Blackrock称为“异常的股市”中，7只股票成为拉动其所在的关键，尤其是拉动了科技密集型的纳斯达克指数的上涨。相比之下，代表着美国整体经济的道琼斯指数却表现平平。

只有少数个股或板块出现上涨又称为技术性牛市。对于一些投资者来说，技术性牛市也是牛市，不管它是如何上涨又是为何上涨的。一些投资者甚至可能开始质疑“多元化投资是否已经过时？”

这样的技术性牛市还使得一些已经错过风口的投资者陷入了两难的境地：究竟是继续观望，还是果断追涨？

然而市场还是有希望的。在本篇时评中，我们将探讨投资者如何能从多元化投资中获得可观的收益。

投资中最危险的思维莫过于“今时不同往日”。我们见过太多投资这因为这样的认知而蒙受损失。投资者出于对我们的信任而将他们的资产委托给我们，而我们最不希望看到的情况是因为冲动的“全盘押注”而危及他们的积蓄。

Alvin Goh
首席投资官

市场回顾

去年经历了几十年来最为迅猛的加息周期，备受青睐的债券市场经历了前所未有的下跌，传统固定收益投资者遭受重挫。

一年多过去了，加息对实体经济影响正在逐步显现。那些未能妥善管理风险的金融机构（如SVB、瑞士信贷）被市场所淘汰。此外，由于过去的低利率即将到期，高度收购性的房地产投资者也面临着租金收入下降和再融资难题的双重打击。

在一个月前，许多人还对债务上限和银行危机感到担忧。然而，在如此充满挑战的环境下，广受关注的市场（如标普500和纳斯达克指数）在几支科技股的拉动下仍旧出现了强力反弹。市场迅速聚焦到七个股票巨头上：谷歌母公司Alphabet、亚马逊、苹果、Meta（前Facebook）、微软、英伟达和特斯拉。

要想在今年从“七巨头”取得巨大的收益，投资者必须：

1. 无视美国经济不景气的事实，以及
2. 下定决心将他们的投资集中到全球90,000支股票里的7支股票上。

显然在这些股票大涨之前，这需要极大的决心和勇气。现在我们有了后见之明，投资者面临的问题变成了：“我应该购买赢家，入场追涨吗？”

贝莱德（Blackrock）将今年的上涨行情描述为“异常的股市”，但这并非史无前例。下图显示了随着时间推移，头部股票在总市值中所占比例的变化。以下是我们的一些观察结果：

- 这种主导地位以前也曾发生过，但相当少见，在过去50年中仅发生过两次。
- **这种主导地位不可持续。**每次极端主导地位发生后，巨型股所占市场份额都会下降。这种下降只会带来两种结局，**要么是巨型股价格下跌，要么是其他股票上涨。**

“七巨头”并非不优质或无潜力，只是在当前的估值水平下，可能并不适合保守的投资者。俗话说得好：“除非你能承受80%的回撤，否则不要以10倍的销售额购买它。”

上一次巨头公司如此占主导地位还是在2000年。后续发生了什么呢？如果一个投资者当时购买了纳斯达克指数，23年来的年化回报率大约只有5%。这还是在假设他们没有抛售股票的情况下，毕竟就在他们刚刚买入后，这些股票就暴跌了80%。

然而，那些有耐心有勇气且敢于在股价暴跌80%后买入的投资者，如今都将获得超过1700%的回报（年均约为15%）。

显然，在这种极度高估的情况下购买赢家的风险回报比并不理想。也许这正是投资与扑克相似的地方：当底牌被亮出后，押注赢家已经毫无意义。



定位经济复苏

备受关注的标普500指数和纳斯达克指数今年表现强劲，使许多投资者相信经济正在复苏。这进一步强化了股市在市场抛售后会反弹的观念。

然而，此次复苏主要由少数几家巨型股推动，又被称为技术性牛市。尽管这些巨型股在绝对规模上不断扩张（如苹果最近成为首家市值达到3万亿美元的公司），但我们从之前的图表中可以看到，相对于其他公司，它们的市场份额将会下降。这也是当下投资者的机会所在。

技术性牛市后或将推动更广泛的反弹

高盛研究了自上世纪80年代以来的技术性牛市，并发现市场收益随后会向其他领域扩展。也就是说，市场的其他板块将会表现优异。我们可以将技术性牛市中少数股票的暴涨想象成冰山的尖端，随后的市场收益将会扩散到其他板块。

市场回报将会流向哪些板块？

从这一立场来看，历史是站在我们这一边的。数据显示，在技术性牛市之后的一年中，小盘股几乎一直表现出色。

将这一点与我们之前的研究相结合，我们可以知道在复苏阶段，小盘股往往会出现强劲反弹，表现平均超大盘股30%。

简而言之，我们将投资组合定位于小盘股以迎接经济复苏，并且近期技术性牛市中少数股的反弹也为我们定位于复苏主题的投资带来了机会。

这表明，只要耐得住寂寞，市场仍然存在其他有着巨大回报潜力，而估值却不会过高的投资机会。

在另一份报告中，高盛（Goldman）*基于销售增速和持续性特征，确定了下一个潜在的“七巨头”，其中就包括我们投资组合中的股票 Enphase 和 Solaredge。

由此，我们可以在保持多元化的同时实现可观的回报。

*来源：高盛：高盛“10大法则：筛选出销售额和净收入长期增长超过10%的标普500指数股票”

Russell 2000/1000 Ratio Performance After Percent of S&P 500 Stocks Outperforming Index in Last Three Months Falls Below 30%

Date	21 Days Later (%)	63 Days Later (%)	126 Days Later (%)	252 Days Later (%)
3/27/80	3.2	6.6	20.0	26.2
12/11/80	1.6	5.5	15.5	7.6
9/10/99	-1.3	-0.2	27.6	6.3
3/21/00	-7.5	-3.8	-4.0	5.8
8/31/20	0.3	11.3	27.3	11.7
4/5/23	-0.6	N/A	N/A	N/A
Mean	-0.7	3.9	17.3	11.5
Median	-0.1	5.5	20.0	7.6
% Positive	50.0	60.0	80.0	100.0
All Periods Mean	0.0	0.1	0.2	0.4

Three months = 63 trading days. Repeat signals over 126 trading days screened out.

Sources: S&P Dow Jones Indices, FTSE Russell.

来源：内德-戴维斯研究所

小盘股在技术性牛市后表现优于大盘股

经济周期末期的稳定性

以下几支巨型股的特征：

- 用颠覆性的技术改变了人们的工作和生活方式
- 主导市场，并引领纳斯达克指数创下历史新高
- 估值和股权配置达到了极端水平

这恰如其分地描述了股市“七巨头”。实际上，这些也曾用于形容2000年互联网时代的“四骑士”：微软、英特尔、思科和戴尔。

迄今为止的一系列市场反弹使一些人相信经济已经走出困境。甚至有人相信“七巨头”将推动经济达到新高度。

正如我们之前提到的，“一家优秀的公司未必会成为一项好的投资”。在一份高增长股票的报告中，高盛发现投资入场时的起始估值至关重要，即使对于增长最快的股票来说也不例外。

下表显示了自2000年以来，“四骑士”在市场中占据主导地位后的市场情况。

公司	市场主导地位高峰前1年的收益/损失	随后的回撤	从2000年到2023年的巅峰主导地位的盈亏情况
微软	68%	-63%	+832%
英特尔	122%	-79%	-15%
思科	182%	-86%	-4%

来源：彭博社，数据截至2023年7月4日

注：由于戴尔公司已经被私有化，本表未涵盖戴尔公司。

一些关键洞察：

- 这些股票之所以在之前占据市场主导地位，是因为它们已经取得了巨额收益，但它们未必能笑到最后。
- 尽管**这些公司在20年后仍然在其领域占据主导地位，但若在它们巅峰时期入场，三支股票中的两支依然会面临亏损。**

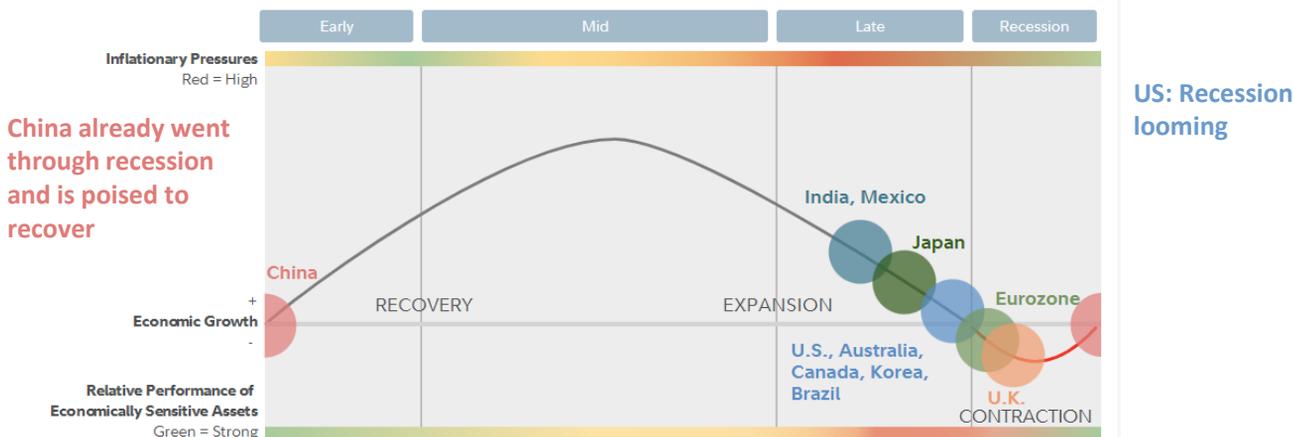
如今20年后，像英伟达这样的公司以人工智能改变了世界。然而，令人意外的是，那些在公司股价最高点入市的投资者如今依然面临着亏损的局面。然而，这并非无法预测，因为他们忽视了进场时的估值的重要性。

那么，是什么导致了“四骑士”的下跌，也可能致使“七巨星”步入后尘呢？答案是经济衰退和市场大幅下跌。

下面的图表揭示了主要经济体正逐步步入经济周期后期的阶段，经济衰退的阴影正逐渐逼近。目前，经济衰退几乎已成为不可避免的现实，尤其是在疫情后期经济出现异常增长之后。更为关键的是，许多市场并未充分反映出潜在经济衰退的风险。

中国是唯一的例外，它已经经历了经济衰退，并准备好迎接复苏（我们定位于复苏主题的投资也已经为此做好了准备）。

问题在于经济衰退的严重程度以及如何做好准备。因此，我们目前仍将医疗保健股纳入我们的定位于稳定性投资。



Source: Fidelity, Business Cycle Update as at Q2 2023

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。

寻求收益率

或许大家会认为货币政策和利率上升离我们的生活很遥远，但事实上，我们都是这场巨大的“社会实验”的一份子。

这一点最明显的体现便是投资者对现金投资的狂热。我们一度习惯于挥霍和消费，而现在的思维却变成了“我可以以后再买，毕竟我的现金会获得4%的回报”。当这种心态在群体中弥散开来，央行就成功地从系统中抽取了流动性，减少了需求，缓和了通货膨胀的压力。

尽管目前现金投资回报可观，但它仍然存在一些不足。首先，**较高的现金回报仍然无法跑赢通货膨胀**。这是我们在之前也有作探讨，对此我们不再赘述。其次，**高现金回报仅仅是短期的**。一旦利率开始下降，现金和货币市场的回报也会随之下降。

那么在未来几年中，如果利率下降，我们又该如何取得更高的回报呢？下图显示，如今投资者拥有着比以往更多的选择。

固定收益市场*	2021年 12月	2023年6月
美联储利率	0.09%	5.08%
全球投资级债券	0.83%	3.84%
全球高收益债券	4.94%	9.24%
亚洲高收益债券	6.98%	13.56%
新兴市场债券	5.99%	11.16%

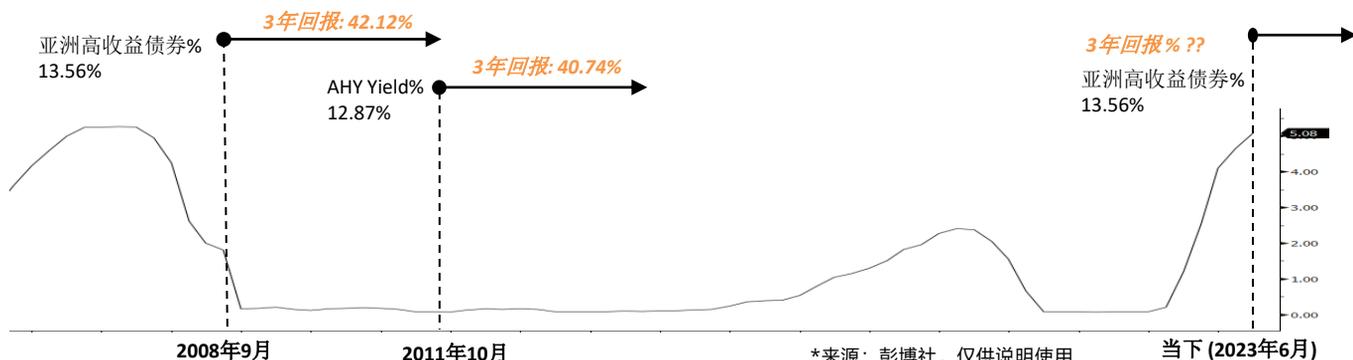
当然，现金以外的投资通常伴随着更大的价格波动，因此更适合长期投资者。

在这种背景下，亚洲高收益债券脱颖而出，成为了最具吸引力的投资机会。然而，中国低迷的房地产复苏形势也成为一个显著的不利因素。

这对亚洲高收益债券市场的情绪产生了影响。面对这一点，我们提醒自己和投资者不要因小失大。总体而言，我们仍有理由偏好亚洲高收益债券市场：

- **亚洲高收益债券市场并非仅仅局限于中国房地产**。中国在亚洲高收益债券市场中的占比约为四分之一，而中国房地产所占比例更小。虽然我们不愿低估中国房地产的重要性，但其对于亚洲高收益债券市场影响的可能被夸大了。
- **其他经济增长“更强劲”的市场也被纳入亚洲高收益债券**。例如，印度在市场中所占的比重在过去两年中翻了一番。亚洲高收益债券的投资者不再过分依赖中国房地产来推动业绩，收益预期和回报潜力依然强劲。
- 尽管中国房地产行业恢复速度不如预期，但情况也并未恶化。在抢眼的新闻头条中，穆迪公司将中国的房地产行业评级从“负面”上调至“稳定”这一积极信号甚至被市场所忽视。随着**经济的重新开放和持续的支持性政策**，我们有理由（不只是盼望！）期待曙光即将到来。我们将密切关注其发展走向，并根据需要进行战略性调整。

尽管存在这些有利因素，一些人可能仍会怀疑：“回报真的会来吗？”下图展示了过去亚洲高收益债券收益率高的情况以及其随后的**3年回报**。尽管历史不会完全重复，但却总会呈现出一些相似之处：**那些在市场情绪低迷时坚定投资于高收益债券的人，最终会因他们的耐心而得到丰厚的回报。**



我们如何配置投资？

定位经济复苏	VUCA阶段的稳定性	寻求收益率
中国A股	医疗保健股	亚洲高收益债券
新兴市场股票	政府债券	短久期新兴市场债券
美国小盘股		

随着经济和市场逐渐克服当前的短期波动，“定位经济复苏”的配置预计将表现良好。而为投资组合起到补充作用的稳定型和寻求收益率的配置，则继续为投资组合提供有效的多元化。

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	5.84	14.26	9.35	8.76
美国	6.61	16.88	12.85	10.04
欧洲	5.14	13.66	6.68	7.66
日本	4.11	11.35	5.68	5.85
亚太区 (日本除外)	3.09	3.02	4.49	8.49
新兴市场	3.83	5.02	3.32	8.53

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	-0.01	1.43	0.20	2.47
对冲全球投资级债券	-0.06	2.96	2.11	3.20
高收益债券	1.80	5.46	3.98	6.45
亚洲债券	-0.12	3.18	3.18	2.79
新兴市场债券	1.49	3.30	2.73	5.83

备注: (H) 即货币对冲

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	4.98	2.94	6.66	10.41
巴西	15.89	18.69	1.44	8.84
中国A股	0.13	-4.47	6.24	8.52
中国H股	5.20	-3.47	-0.33	7.71
中国香港	4.42	-3.19	2.35	7.02
印度	4.41	8.09	10.70	13.93
印度尼西亚	1.53	4.49	1.58	13.35
韩国	0.18	10.10	3.69	8.37
马来西亚	-1.67	-11.25	-2.94	6.25
俄罗斯	-5.08	10.68	3.53	8.28
新加坡	1.82	0.20	3.27	8.40
中国台湾	2.15	20.02	11.38	10.99
泰国	-3.48	-9.94	2.22	10.88

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	-0.05	-0.95	-0.64	1.33
欧元兑美元	2.06	1.91	-1.75	-0.27
日元兑美元	-3.44	-9.14	-3.68	-0.93

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-2.21	5.23	4.51	8.94
能源	3.75	-11.99	-3.08	4.34

截至2023年6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

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	-2.48	4.72	3.28	1.89
能源股	6.65	-5.55	4.35	8.95
科技股	6.18	39.06	19.78	13.12
医疗保健股	3.22	1.09	10.88	9.49
金融股	6.69	-0.53	10.07	4.91

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。