

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

此前由Alphabet、亚马逊、苹果、Meta、微软、英伟达和特斯拉（合称“七巨头”）推动的技术性牛市在7月将上涨扩散至其他领域。这一趋势符合历史规律，表明由少数股票领涨的窄幅上涨并不会持续太久。市场涨幅的扩散使我们的投资者占据了有利地位，我们定位于复苏主题的投资（如小盘股和新兴市场）都取得了强劲的收益。上个月的表现提醒着我们，尽管有些事情会发生变化，但一些基本的市场特征仍然保持不变。要想从中获益，我们必须深入研究和了解市场的历史规律，并在市场波动时有纪律地坚持自己的投资策略。

从市场中取得收益需要耐心。我们深知，如若每天都被悲观消息笼罩，投资者很容易对持有的呈现亏损的资产产生怀疑。然而，历史经验告诉我们，市场情绪最低迷的时候，往往也是市场已经触底即将反弹的时刻。

亚洲高收益债券投资者面临着诸多疑问——经济何时复苏、复苏程度如何，甚至是否真的会迎来复苏。然而，欧元区债务危机的历史经验告诉我们，即便是最混乱不堪的市场，也会有惊人的复苏表现。

在股票市场方面，我们似乎正在迎来复苏带来的黄金期。7月，小盘股潜力初露端倪。与此同时，中国政府长期以来对A股采取的强硬的政策态度也发生了明显的转变，这一变化为市场注入了积极的信号。

鉴于目前经济环境的不稳定和不确定性，是否应当承担风险以获取更高回报，以及何时减少稳定仓位成为了一个值得考虑的问题。尽管美国经济前景略显缓和，但发达经济体仍然处于经济周期的后期。我们不应仅仅依赖对衰退的预测来制定投资决策，因为预测往往并不准确。即使在经济衰退期间，市场也可能表现出强劲势头。投资者应当审慎地考虑各种结果的概率，对各种潜在结果进行分析以有效地管理风险。

随着潜在拐点的逐渐逼近，我们的投资策略着眼于稳定主题以迎接短期挑战，同时充分把握市场中长期回报的潜力。此外，保持投资组合的灵活性，以便在意外情况发生时能够及时做出调整。

## 市场回顾

上个月，我们讨论了过去仅由少数股票推动的上涨的技术性牛市为何是不可持续的。本月，我们看到，**这种上涨所带来的收益最终会扩大到市场的其他部分，而小盘股的表现往往更胜一筹。**

幸运的是，我们的投资者无需等候太久，这一情形即将成为现实。7月份，标准普尔 500 指数上涨了 3.21%，而小型股罗素 2000 指数上涨了 6.11%。

这提醒着我们，虽然一些事情可能会发生改变，但**某些基本的市场特征并不会改变**。然而，由于两个主要原因，这些特征往往被忽视了：

1. 正如上月评论中引用的研究报告所提到的，要理解这些特征可能需要数十年的研究和复盘。
2. 任何市场的出色表现或不良表现的市场都会在短期内为投资者带来剧烈冲击（又称近因效应），从而导致投资者忽视历史规律。

尽管如此，这并不意味着小盘股每个月都将持续领先大盘。复苏的道路并非一帆风顺，沿途可能会伴随着一些颠簸。

此外，新兴市场在7月上涨了6.28%。对一些投资者来说，这似乎印证了技术性牛市的涨幅范围确实扩大了。而对另一些投资者而言，他们可能仍然对新兴市场的潜力心存疑虑，尤其是在考虑到他们最近的投资经历颇为不尽人意。

在过去两年里，新兴市场的投资者遭遇了中国当局对资本主义史无前例的打压，中国A股投资者受到的冲击最为直接和强烈，但如果说投资者情绪低迷则有些言过其实。尽管最艰难的时期可能已经过去，但由于缺乏任何明显的进展来转化为持续的复苏，投资者对这一市场感到沮丧，耐心也逐渐逼近极限。

“复苏何时到来？”、“复苏能够持续多久？”这样的问题逐渐变成了“在这样的环境下，怀疑的情绪自然而然地蔓延开来。如果日复一日地接收着负面报道，谁又能免于疑虑呢？然而，我们要知道，市场往往在最艰难的时刻会触底，而那时的新闻报道往往是最为负面的，这一点也是不容忽视的事实。

让我们来看看最近新闻不断的市场：

### Hot New Play in Stock, Bond Markets: Greece Is Suddenly Booming

The country is back on investors' radar after a decade in the wilderness.  
July 19, 2023 at 10:00 PM EDT

[彭博社：希腊股市在2023年跻身全球最佳之列](#)

在2012年5月欧债危机时，希腊股市触底。而如今，经过10多年的时间，该市场却以惊人的218%的涨幅强势反弹\*。于是，希腊股市一下跃入公众视野，成为了新闻焦点。如果有人告诉你，在同一时期，希腊政府债券上涨了998%，年回报率高达24%，你又会作何感想？在特殊时期，债券的表现甚至可以超过股票，但这种情况也只有特殊时刻才会出现。

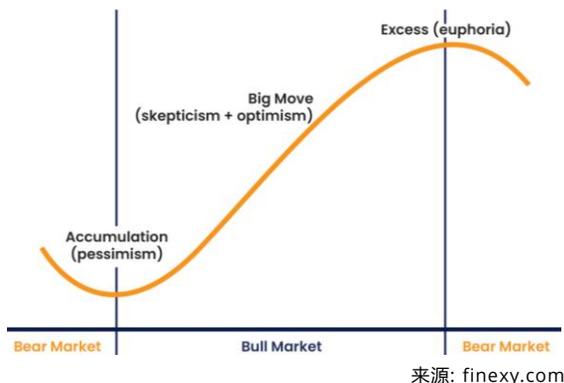
为何投资者需关注希腊市场？经过过去十年的大幅上涨，如今，希腊市场已牢牢占据着投资者的视线。然而，更重要的是，希腊市场曾一度被视为一个混乱不堪的“无望之地”。

今天，还有哪个市场被视为“无望之地”呢？答案是**中国股市和债市**。事实上，人们对这些市场的前景质疑不断，**但历史表明，市场往往会在情绪最低谷时触底迎来显著反弹。**

通往超额收益的道路充满了不确定性。即使是最精湛老练的投资者也难免经历这样的考验。在本篇时评中，我们将与您分享，对于渴望增长财富的投资者来说，如何在最具挑战性的时期的时期保持耐心。

## 定位经济复苏

“牛市在悲观中诞生，在怀疑中发展壮大，在乐观中成熟，在狂热中消亡”。



您认为最佳机会在哪个时期？

如前所述，事实上，**市场往往会在情况最艰难、投资者最悲观的时候触底然后开始反弹**。当然，在这样的时刻进场投资并非易事，尤其是当新闻媒体大肆渲染悲观情绪的时候，这将极大地考验投资者的心理素质。但此时，**一些有耐心的投资者会开始着手为积累长期回报做准备**。沃伦·巴菲特在这一方面就表现出了异于常人的耐心与定力，他总是能在别人看不到的地方发现价值。他的信心来自何处？就是能够以有吸引力的估值买到优质的投资，让投资有充分的空间增长到其公允价值。

用同样的标准来衡量，我们已经布局了定位于复苏主题的投资，其估值极具吸引力，预期随着市场逐步复苏将获得丰厚收益。

小盘股就是复苏主题配置下具有如此特征的市场。我们早前提到，上个月小盘股上涨了6.11%，而标普500指数仅上涨了3.21%。如果我们进一步审视这些市场，我们会发现罗素指数（小盘股股票指数）中表现最佳的股票在7月份上涨了163%，而标普500指数（大盘股股票指数）仅上涨了42%。这表明，小公司的表现远非一蹶不振，相反，它们甚至还能大幅跑赢大盘股。

这也表明，尽管有观点认为龙头公司（如科技“七巨头”）会越做越大，但小盘股却可以为投资者提供更好的回报。

然而，投资也需要一些时间才能显现成效。谈及投资，市场的演进似乎往往步伐缓慢，这考验着投资者的耐心，直到达到临界点——市场似乎会突然触底，并开启下一个牛市。那么中国A股是否已经达到这样的临界点了呢？

“房子是用来住的，不是用来炒的。”

自2019年以来，习主席每年都会在中国最高领导人政治局会议上重复这句话以表明政府的政策立场。而，在上个月的政治局会议上，这句话却不同寻常地没有被提及。

事实上，中国决策者的立场已经发生了明显的转变。

8月3日，国有报纸《经济日报》发表了一篇名为“促消费 资本市场大有可为”的文章。

### 7 财金 2023年8月3日 星期四

陶然论金

□ 财经

## 促消费 资本市场大有可为

摘自《经济日报》，标题为“促消费 资本市场大有可为”

另外，彭博社报道指出：“这份隶属于国务院的报纸强调，要‘让家庭通过投资股票和基金赚钱，让家庭的消费意愿转化为消费能力’”。从最近的事态发展来看，中国的政策立场已经发生了明显的转变——要尽一切努力让经济和市场稳步复苏。

我们也在确保这并非空谈。尽管我们认为最近的形势对我们配置的新兴市场和中国A股来说是令人鼓舞的，但我们仍将继续密切关注事态发展，并通过经济数据和企业盈利情况来评估这一号召是如何贯彻落实的。

## 经济周期末期的稳定性

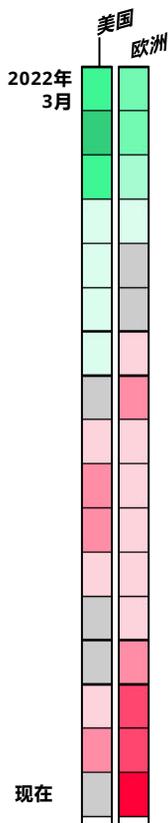
进入2023年，全球各大经济体和市场都笼罩在一片阴云之下。早在去年12月，在接受彭博社调查的经济学家中，有70%都曾认为美国将在接下来的12个月内迎来经济衰退<sup>1</sup>。

时至今日，人们的看法似乎发生了改变。预测经济将进入衰退的经济学家的比例已经降至58%。尽管是否真的会进入经济衰退还尚无定论，但我们也能够从中看到一些希望，那就是或许我们并不会陷入严重的经济衰退，也就是所谓的“硬着陆”。事实上，已有初步迹象表明，经济状况比预期的要好：

### US economy grew faster than expected in Q2

*Data shows sustained strength in domestic demand while inflation subsided considerably last quarter.*

经济的不稳定性和不确定性给投资者带来了一个棘手的难题：现在是冒险入场的好时机吗？我们是否应该调整我们定位于稳定性的仓位？尤其是当发达经济体仍然稳固地处于经济周期后期的情况下，如何保持一个微妙的平衡也成了一门学问。



最新的健康检查显示，我们尚未走出困境。在经济周期的晚期，美国和欧洲面临着更大的风险。特别是那些在过去几个月中因预期过高而表现出色的细分市场，它们的盈利前景可能会令人失望，其波动性也可能会增强。

来源：彭博社，PMI 数据  
<sup>1</sup>经济学家认为有70%的可能将迎来经济衰退  
<sup>2</sup>国际货币基金组织IMF在预测经济衰退方面记录不佳

尽管如此，投资的世界并不是非黑即白的。也就是说，我们不应简单地断言和全盘押注亚洲是否会走向衰退。这基于以下几个理由：

- 研究表明，关于经济衰退的预测往往并不准确<sup>2</sup>。
- 即使在经济衰退期间，市场也可能表现出强劲势头。这是因为市场可能在衰退开始之前就已经开始下跌，而在衰退结束前就开始上涨。
- 投资是一场长期博弈中，要想在其中生存下来就不能全盘押注。若将所有筹码压在一处，一旦意外出现，就可能落得满盘皆输。

从理性的角度来看，投资者应当审慎地考虑各种结果的概率，对各种潜在结果进行分析以有效地管理风险。

考虑到这一点，我们似乎正在逼近一个拐点，尤其是如果经济数据继续改善，这一拐点将更加明晰。随着更多积极信号的出现，我们预计，随着“硬着陆”风险的降低，我们将加大对复苏主题投资的配置。

那么会不会出现（可能性较小的）另一种可能，也就是经济“硬着陆”呢？正如前面提到的，事实证明，最好的机会往往会在形势最艰难的时候出现。出色的长期投资者往往拥有的一种超能力——当其他人在短期内投降时，他们能够坚守自己的长期立场耐心持有并抓住机会积极布局。

这就是我们目前的策略定位——稳定。坚守稳健的投资路线有助于我们缓冲投资沿途的种种波折，同时也能使投资者以从容的心态持续前行，以捕捉市场的中长期回报潜力。即便环境发生意想不到的改变，我们也能够敏锐的抓住机会。

### Fitch Downgrades America

顺便提一句：本周早些时候，我们就惠誉下调美国评级至AA+时发布了市场速报（[点击此处阅读](#)）。这一事件很好地提醒了我们，未曾预料的情况随时可能发生，这再次强调了在制定策略的在投资中的重要性。

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

“经济会复苏吗？”“复苏程度如何？”“需要多长时间？”

这些都是亚洲高收益投资者提出的迫切疑问，他们正试图从近期经历的市场波动中寻找答案。

让我们来一探希腊市场，它是十多年前欧债危机的典型代表。

欧债危机发生于2009年8月，由于人们对希腊金融体系缺乏信心，希腊债券收益率从5%上升到了30%。相应地，希腊债券价格暴跌（请记住，债券价格随着收益率上升而下跌，全球投资者在2022年都经历过这种情况）。

“经济会复苏吗？”

尽管被认为是“死局”（又或许正因为它们被认为是“死局”），希腊债券确实反弹了。希腊债券市场在2012年触底，从那时起到今天，年复合增长率达到了24%。这是2012年市场触底时的一则市场报道：

EUROPE'S DEBT CRISIS

### Europe's debt crisis: 'No clear end in sight'

By Ben Rooney @CNRMoneyInvest January 6, 2012: 5:17 AM ET

中国房地产行业与之相似，它是当今亚洲高收益债券市场的典型代表。亚洲高收益债券市场在2022年11月见底之后也迎来了强劲反弹。这是2022年11月见底时的新闻报道：

China property crisis enters new phase  
as once-safe developers face bond  
distress

来源：新加坡海峡时报，2022年11月1日

**这提醒着我们，在市场触底时，情绪通常是最为低迷的。**

“复苏程度如何？”

尽管市场曾经历过重大危机，但市场的基本规律依然适用。假如投资者在2009年8月的市场顶部买入希腊债券，按照当时的收益率（5%）计算，即便在经历了市场动荡后，他们仍然能够获得相当可观的回报。当然，在市场顶部入场的投资者所经历的历程无疑是充满惊险与曲折的。

时至今日，如果投资者继续持有，其复利将达到5%。**因此，即使是在“无望之地”的顶部买入的投资者，如果坚持持有，也能获得收益。**

同样地，在顶部进入亚洲高收益市场的投资者，只要不轻易退场，也有机会获得他们进场时的收益率。

“需要多长时间？”：在几乎拖垮欧盟的欧债危机市场顶部买入的投资者花了多长时间呢？

市场的复苏是必然的，但投资者必须耐心等待。市场触底后，他们经历了21个月的上漲才弥补了之前的下跌。但这只是投资者在顶部入市的最坏情况。那么，怎样才能缩短等待时间呢？答案是在收益率较高时入场。

如果投资者在希腊债券的低谷时刻入市，他们在未来10年的年收益率甚至将超过30%（相当于市场底部的最高收益率）。虽然我们指望在市场的最低点进行买入，但**任何未在最高点买入的投资者在接下来的时间内，其复利收益率能够达到5%到30%之间，具体取决于他们当时的收益率水平。**

如今，亚洲高收益债券的收益率为13%。对于具备耐心的投资者而言，这为他们在未来获得丰厚回报提供了一个难得的机遇。

来源：彭博社。希腊债券：彭博希腊政府所有债券总回报。亚洲高收益债券：ICE BofA 亚洲美元高收益企业受限指数

## 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<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 全球            | 3.69     | 18.49    | 9.23      | 8.84      |
| 美国            | 3.21     | 20.64    | 12.64     | 10.11     |
| 欧洲            | 3.00     | 17.07    | 6.23      | 7.72      |
| 日本            | 3.07     | 14.78    | 5.91      | 5.83      |
| 亚太区（日本<br>除外） | 5.76     | 8.96     | 4.86      | 8.54      |
| 新兴市场          | 6.28     | 11.65    | 3.84      | 8.54      |

| 股票市场  | 当月<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|-------|----------|----------|-----------|-----------|
| 澳大利亚  | 3.75     | 6.80     | 6.70      | 10.64     |
| 巴西    | 4.32     | 23.81    | 2.03      | 9.01      |
| 中国A股  | 6.99     | 2.21     | 6.88      | 8.85      |
| 中国H股  | 9.74     | 5.93     | 0.23      | 7.62      |
| 中国香港  | 7.70     | 4.27     | 2.59      | 7.11      |
| 印度    | 2.64     | 10.94    | 11.23     | 13.72     |
| 印度尼西亚 | 3.20     | 7.84     | 2.69      | 13.62     |
| 韩国    | 5.96     | 16.93    | 3.87      | 8.29      |
| 马来西亚  | 9.75     | -2.59    | -1.81     | 6.51      |
| 俄罗斯   | 7.55     | 19.03    | 3.99      | 8.97      |
| 新加坡   | 7.09     | 7.31     | 3.78      | 8.37      |
| 中国台湾  | 1.43     | 21.74    | 11.31     | 10.48     |
| 泰国    | 7.18     | -3.48    | 3.21      | 10.99     |

| 板块    | 当月<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|-------|----------|----------|-----------|-----------|
| 黄金股   | 4.54     | 9.47     | 2.73      | 2.11      |
| 能源股   | 7.40     | 1.43     | 4.58      | 9.48      |
| 科技股   | 2.72     | 42.85    | 19.57     | 12.94     |
| 医疗保健股 | 1.33     | 2.43     | 10.42     | 9.63      |
| 金融股   | 4.85     | 4.30     | 10.02     | 4.93      |

| 固定收益      | 当月<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 全球投资级债券   | 0.69     | 2.13     | 0.14      | 2.65      |
| 对冲全球投资级债券 | 0.03     | 3.00     | 2.08      | 3.31      |
| 高收益债券     | 1.39     | 6.93     | 3.90      | 6.60      |
| 亚洲债券      | 0.26     | 3.45     | 3.09      | 2.80      |
| 新兴市场债券    | 1.18     | 4.52     | 2.73      | 6.06      |

备注：(H) 即货币对冲

| 货币      | 当月<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|---------|----------|----------|-----------|-----------|
| 新加坡元兑美元 | 1.72     | 0.75     | -0.45     | 1.41      |
| 欧元兑美元   | 0.81     | 2.73     | -1.88     | -0.11     |
| 日元兑美元   | 1.41     | -7.85    | -3.67     | -0.83     |

| 大宗商品 | 当月<br>回报 | 当年<br>回报 | 10年<br>回报 | 20年<br>回报 |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 黄金   | 2.38     | 7.73     | 4.02      | 8.94      |
| 能源   | 15.80    | 1.92     | -2.47     | 5.05      |

截至2023年7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。