

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

近期的市场行情就像过山车一样经历着大起大落。经济周期末期的所呈现的波动主要是对经济格局变迁的反应，在经济“软着陆”迹象浮现时，市场洋溢着乐观情绪，但担忧美联储可能加息并导致更加严重的经济放缓时，悲观情绪又开始蔓延。

当前，我们正置身于经济周期末期的尾声，利率的上升又进一步推动了经济的转型。尽管市场中充满着不确定性，但投资者最好提前布局投资于复苏主题，在市场充分认知到它们的上涨潜力前抓住这一增长机会。

我们的“杠铃策略”融合了稳定和复苏主题。它可以帮助我们更为平稳地渡过市场波动，瞄准长期收益。特别是医疗保健领域在八月市场的低谷期表现坚挺，为投资者抵御下行风险提供了支撑。

近日有关机构抛售股票的头条新闻，也引发着投资者的疑虑。然而，若深入剖析，就会发现，“抛售”这一说法实际上是对事实的夸大——机构仍然保留了大部分持股。这再度提醒着投资者，应当保持长远眼光审时度势，而不是被危言耸听的新闻标题所左右。

随着我们向前迈进，即便有着复苏主题相关的积极因素推动，市场仍将持续波动。正如霍华德·马克斯 (Howard Marks) 所强调的，追求更高的回报往往伴随着更大的波动。拥抱而非回避这种波动，将是实现潜在超额收益的必要条件。

投资者要想获得更高的回报，必须勇于承担更大的“风险”并耐心持有。固定收益领域的投资者可以通过承担信用风险（选择高收益债券而非投资级债券）或地理风险（投资于新兴市场而非发达国家），或两者并行来谋求更丰厚的回报。低利率时代已然成为过去式，当前的市场环境为投资者们提供着更高的收益率和潜在回报。然而，投资者仍需审慎地权衡自身承担的风险是否能够带来相当程度的超额回报，一个例子便是投资级债券相对于货币市场基金微薄的超额收益是否能够抵消所需承担的额外波动和潜在的回撤风险，又或是高收益债券的投资能否提供足够的安全边际来抵御市场波动。在当下，我们仍然更青睐具备更佳风险/回报比和更高潜在回报的高收益投资。

## 市场回顾

近期的市场行情就像过山车经历了大起大落。标普500指数在6月上涨6%，7月上涨3%，8月又下跌2%；与此同时，小盘股在6月上涨8%，7月上涨6%，8月下跌5%。看起来，市场波动似乎在逐月减小，但这背后实却掩藏着一个事实——即使在7月和8月，市场的波动幅度也高达8%左右。在如此波澜起伏的市场中，投资者的情绪也像坐过山车一样起伏不定。

市场大幅波动的原因何在？目前我们正处于市场转型期，市场正在对积极和消极事件做出响应。当经济看似逐渐趋于平稳，走向“软着陆”，央行又能够在不损害经济的情况下遏制通胀时，市场在7月份实现了强劲反弹。而到了8月，市场开始担忧美联储可能会进一步加息，从而扰乱复苏进程，导致了小盘股的回落。

市场正经历着经济增长进入后期阶段的转型，各经济体正在消化高利率所带来的冲击。随着这些阶段性调整的逐渐成熟，经济前景将更加明朗，基本面也将逐步显现，这将为我们聚焦于复苏主题的投资带来更多机遇。

为何不在复苏形势更加明朗时再进行投资呢？这是因为一旦形势明朗，市场可能已经做出了反应，留给还在观望的投资者的机会非常有限。

我们的“杠铃策略”结合了稳定与复苏这两个关键主题，稳定主题的配置有助于投资者在市场波动期间保持稳健，而复苏主题的配置则为长期回报提供支持。值得注意的是，在8月，尽管我们复苏主题的配置经历了一些回调，我们配置的医疗保健股的表现依然稳健，展现了其稳定性的特质。

新加坡《商业时报》、香港《南华早报》和《印度时报》等主要报纸都刊登了一篇文章，单是标题就足以让任何中国投资者深感疑虑。

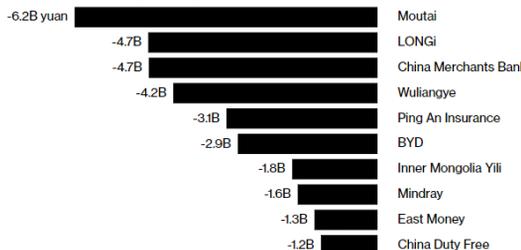
**Global funds abandon China blue chips in US\$9.3 billion sell-off**

彭博社：全球投资者纷纷撤离，中国蓝筹股大跌93亿美元

文章中所提到的“撤离”指的是什么？让我们看看文章中所提供的股票的卖出情况：

### Foreign Funds Dump CSI Heavyweights in Record Stretch

■ Net flows via the exchange in selling streak



Source: Bloomberg  
Figures for Aug. 7-18

让我们进一步审视中国国酒贵州茅台的投资者交易动态。从包括贝莱德（Blackrock）和摩根大通（JP Morgan）在内的全球基金公司的披露文件可以看出，他们卖出的数量占其所持股票的比例不到5%。无论是出于何种动机卖出，当投资者仍然保有超过95%持股时，“抛售”这个词似乎有些言过其实。\*

如果投资者因关于抛售的头条新闻而匆忙清仓，而全球基金则继续从剩余的茅台股票中赚取收益，这难免有些讽刺。尽管茅台股价的波动幅度很大，但对于那些在市场波澜中坚守阵地的投资者而言，其年复合增长率仍然高达30%以上。

即便市场真的进入了复苏期，前路是否会更加平坦呢？遗憾的是，现实并非如此。霍华德·马克斯（Howard Marks）在2006年的一期访谈中谈到：“更高风险的投资提供了更高的回报预期”。这意味着，尽管承受更大的波动并不能保证更高的回报，但不愿意承受更大波动却可能限制回报的潜力。

在1999年至2013年期间，小盘股每年的表现均高出标普500指数5%以上，然而，超额收益也伴随着高度的波动性——小盘股经历过一个月15%的大幅上涨，也经历过一个月-11%甚至-21%\*的惨痛下跌。由此我们可以看出，忍受波动是取得超额收益的先决条件。

市场依然波谲云诡，投资者们正审慎评估潜在机遇，等待着理由和时机以释放复苏主题投资的潜力。然而问题是：我们应该积极投身其中并提前布局，还是要等到飞机起飞后才试图努力追赶呢？

来源：彭博社：茅台证券、小盘股：罗素2000指数，1999年3月31日至2013年9月30日。

## 定位经济复苏

虽然专业投资者可以可以倾情叙述他们所运用的复杂与华丽的投资技巧，但在这个变幻莫测的市场环境中，有一条规则历久弥新：

**“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。”**

尽管这句话引自约翰·邓普顿，他以寻找价值被严重低估的股票而闻名，但其他大师也通过利用市场固有的这种极端乐观和悲观情绪取得了巨大成功。

这与我们的投资直接又有何联系呢？我们的复苏仓位中的小盘股和中国股市由于目前超卖，估值过低，市场情绪正处于悲观范畴。但也正是这些条件使得它们占据有利地位，避险情绪的改善中将使得投资其中的投资者获益。

正如我们所说，上述名言作为一条规则非常有效，但如何才能知道市场何时处于悲观或狂热状态呢？答案便是估值！从下面的中国A股估值图来看，悲观时期恰好是对长期投资者具有吸引力的“买入区”，这绝非巧合。

我们发现，市场对中国的情绪已经出现了明显的恶化，详情请参考我们最近发布[市场速报 - 聚焦中国市场：挑战与机遇并存，市场潜力或将得到释放](#)。我们可以把中国想象成一个正在重新启动的引擎；在它真正起飞之前，需要多方努力，也会经历一些“虚假的打火起步”。

尽管最近出现了悲观情绪，但希望依然存在。事实上，在政策制定者试图重启中国引擎的过程中，存在着一些潜在的积极推动因素：

**经济基本面：** 尽管投资者情绪依然低迷，但消费者的情绪似乎有所好转。在消费行业，百胜和阿里巴巴等公司第二季度盈利超出预期，表明经济可能已经出现转机。

**支持性政策：** 政策制定者如今充分认识到让房地产行业走出低谷是增强信心的关键，因此他们继续采取措施刺激房地产行业的发展。最新的一项举措则是通过降低首付比例和放宽“首次购房”标准（对新加坡房地产感兴趣的人应该深有感触），使购房变得更容易。不仅人们对新房的兴趣有所回升，而且销售量也有所增加。

[彭博社：中国放松房贷刺激大城市周末销售](#)

即便中国和我们更广泛的新兴市场有上述积极因素推动，我们也会密切关注这些承诺将如何实际改善企业盈利和数据指标。尽管我们持谨慎乐观态度，但我们仍会严格遵守我们的FVT投研流程——如果当前的挑战导致基本面走弱，我们将会及时进行调整。

与此同时，我们也会积极寻找并发掘市场机会，进一步分散风险并从市场波动中获利，使投资者保持强劲的上升势头。



来源：彭博社：沪深300指数市销率，数据截至2023年9月5日

## 经济周期末期的稳定性

尽管市场出现了下跌，但上个月美国经济的积极情绪仍然高涨，这归功于通胀的放缓和劳动力市场的韧性，打消了人们对于美国这个全球最大的经济体是否会陷入严重经济衰退的疑虑。

实际上，自2022年6月通胀率达到峰值以来，通货膨胀逐渐降温，这也助长了人们对美联储将有望暂停历史上最一轮快加息的预期。

**“尽管住房和二手车等领域的价格相对而言仍然处于高位，然而，目前的价格变动趋势正逐渐朝着期望的方向发展，这对于消费者以及美联储而言都是一个积极信号”**

贝莱德全球固定收益首席信息官 Rick Reider

近期有投资者问到，前方的道路是否“一片坦途”。尽管眼下还难以断言，但一旦经济形势明朗，我们将会更加积极地将资金分配到复苏主题的投资中，从而让投资者从更为持久的反弹中获利（而不是我们在过去一年中看到的相对平稳的复苏）。

简而言之：主要发达市场仍处于经济周期末期，美联储的紧缩政策尚未完全传导至整个经济。

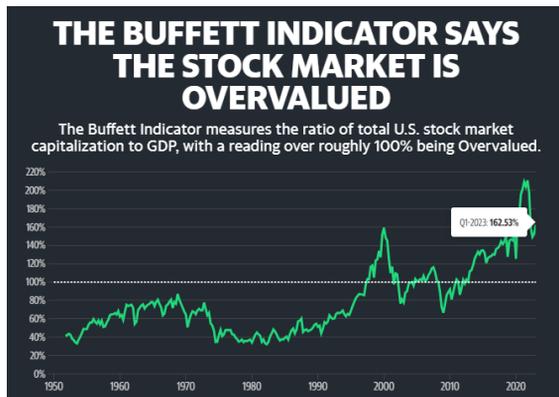
虽然经济复苏已经曙光初现，但我们仍在密切跟踪一系列先行指标，通过现实依据印证经济复苏预期。**目前的指标表明，市场最糟糕的情况是经济持续恶化进而陷入衰退，最理想的情况是市场出现不均衡的经济复苏。**

在这样的背景下，我们对市场保持谨慎乐观的态度：我们充分认识到市场中仍然存在重大的实质性风险，但同时也蕴藏着极具吸引力的机会。对于那些长期投资者而言，现在正是一个布局的好时机，他们可以从随后的复苏中获得可观的收益（正如前文所描述的那样）。

这种谨慎乐观情绪在我们配置投资组合时采取的“杠铃策略”中得以体现。正如我们在今年经历的过山车行情一样，经济周期后期往往伴随着高度的波动和更大的金融“震荡”风险。这也是为什么我们会在投资组合中配置稳定主题的投资（如医疗保健股），它可以帮助我们在不确定的市场中缓冲波动，甚至还可以作为筹码，以随时抓住潜在的投资机会。

人们常说，经济周期末期是“商业周期中最具挑战性的阶段”。如今的经济环境与2009年至2020年之间历经的最长牛市形成了鲜明对比，那时，低利率和宽松的货币政策如潮水般推动了所有投资的上涨。

如今，那个躺着赚钱的时代已经成为了过去式，取而代之的是更为复杂的市场局势。尽管某些细分市场已从顶峰回落，正在蓄势迎接下一波上涨浪潮，但其他市场，与此同时，标普500指数等市场仍然保持着强劲的势头。对于那些偏爱技术解读的投资者而言：这类市场的估值目前仍然处于高位，未来几年的回报可能会有所下滑。下图显示了巴菲特偏好的估值指标，目前标普500指数呈现出明显的高估情况。



来源：雅虎财经

我们正迎来崭新的投资时代，采用更为审慎的投研流程将成为未来数年内取得成功的关键。除了在当前经济周期末期的大环境中谨慎地配置稳定仓位外，严格遵循基本面和估值分析的研究流程也将帮助我们远离情绪波动，实现预期目标。实际上，这个过程就如同有意识地驾驭一艘船，根据我们的FVT指南（基本面、估值和技术分析）来调整航向来抵达目的地。

## 寻求收益率

是投资于投资级债券（IG）还是高收益（HY）债券？是投资发达市场（DM）还是新兴市场/亚洲（EM）？实际上这些问题并没有标准答案，而取决于投资者的具体投资目标。如果他们追求更高的收益，则应当选择高收益债券而不是投资级债券，投资于新兴市场而非发达市场。

在“市场回顾”章节中，我们强调了更高风险的投资会带来更高的回报预期。下表显示，从长期来看，这不仅是正确的，而且是切实可行的。**研究表明，在长期内，通过承受更高的波动性，如承担信用风险（即选择高收益债券而非投资级债券）或地理风险（即选择新兴市场/亚洲而非发达市场），或者二者兼而有之，就能取得更高的回报。**

投资\$100,000的收益	发达市场 (DM)	新兴市场/亚洲
投资级债券 (IG)	\$249,470	\$341,390
高收益债券 (HY)	\$335,820	\$609,880

对于有10万美元可供支配的投资者来说，投资于新兴市场的高收益债券似乎是一个再明显不过的选择。然而事情并非如此简单，就像在迪斯尼乐园，有的人比起“太空山”更喜欢“茶杯车”一样，高波动性并不适合所有人。

对于那些追求高回报的投资者来说，他们不仅需要忍受较高的波动性，还要能够承受更大的中期回撤。下表显示了不同固定收益领域的回撤情况。将此表与上表相结合，我们可以看出，市场是公平的——**在相同的资本投入下，那些拥有更高承受力的投资者有机会获得更丰厚的回报。**

回撤	发达市场 (DM)	新兴市场/亚洲
投资级债券 (IG)	-15.42%	-13.72%
高收益债券 (HY)	-33.31%	-38.58%

通往更高回报的道路果真如此简单吗？只需选择收益率较高的市场，然后坚定持有吗？如果一个人能够长期坚持不动摇，那么这或许是一条坦途。但问题在于，又有多少人能够真正做到如此坚持呢？

还有一个现实因素是，市场收益率并不稳定。正如我们在上一个低利率时代所见，过去十年中，收益率（以及相应的回报率）普遍低于长期平均水平，这使得固定收益投资者的回报不尽如人意。

然而，当收益率（以及相应的回报率）高于长期平均水平时，就会为固定收益投资者提供更好的机遇。**眼下，我们正处于这样一个时期，收益率和预期回报率水平都相对较高。**

下表显示了不同固定收益投资当前的收益率。然而，投资者是否应该仅仅基于预期收益率来选择固定收益产品呢？事实上，收益率只是风险与回报方程式中的一方面，投资者还需要审慎权衡风险因素。这正是资产配置的精妙之处，它要求我们全面评估风险和回报来进行资产配置。

截至2023年9月4日的收益率	发达市场 (DM)	新兴市场/亚洲
投资级债券 (IG)	5.68%	5.86%
高收益债券 (HY)	8.40%	13.25%
HY相对于IG的收益率	2.72%	7.39%

发达市场投资级债券的预期收益率看起来相当可观，高达5.68%。然而，当我们将其与收益率为5.28%的货币市场基金进行比较时，情况就变得微妙起来。我们需要考虑到货币市场基金几乎没有价格波动或回撤风险，那么，**仅仅为了多出的0.4%的收益，是否值得承受发达市场投资级债券额外的波动和潜在的回撤风险呢？**同样的考量也适用于新兴市场地投资级债券，它们相较于货币市场基金仅提供了0.6%的额外收益。

那么，对于那些追求高回报的人来说，高收益债券是否是一个明智之选呢？正如上表所示，在发达市场中，高收益债券相较于投资级债券的收益率高出2.72%，新兴市场/亚洲的收益差更是高达7.39%。这正是我们偏好新兴市场高收益债券的原因，它们具备更高的回报潜力，还有着良好的安全边际。

来源：彭博社，DM IG：彭博美国公司债券指数，DM HY：彭博美国公司高收益债券指数，EM IG：ICE BofA 亚洲美元投资级指数，EM HY：ICE BofA 亚洲美元高收益公司约束指数，货币市场基金：Vanguard 联邦货币市场基金，数据自1998年12月31日至2020年12月31日。

## 我们如何配置投资？

定位经济复苏	经济周期末期的稳定性	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	-2.76	15.22	9.15	8.56
美国	-1.59	18.72	12.79	9.92
欧洲	-4.00	12.38	5.91	7.52
日本	-1.90	12.60	5.93	5.21
亚太区 (日本除外)	-6.09	2.32	4.28	7.90
新兴市场	-6.14	4.80	3.36	7.84

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-4.26	2.25	6.01	10.22
巴西	-8.82	12.89	1.10	7.90
中国A股	-7.53	-5.48	5.45	8.62
中国H股	-8.72	-3.31	-0.85	6.63
中国香港	-8.76	-4.86	1.70	6.18
印度	-2.85	7.78	12.32	12.85
印度尼西亚	-0.60	7.19	4.58	13.33
韩国	-6.48	9.40	2.98	7.59
马来西亚	-3.31	-5.81	-1.76	6.16
俄罗斯	0.75	19.93	4.19	8.37
新加坡	-4.18	2.82	3.88	7.95
中国台湾	-3.89	17.00	10.86	9.85
泰国	-1.52	-4.94	4.22	10.19

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	-6.23	2.65	1.65	1.79
能源股	1.81	3.27	4.94	9.25
科技股	-1.86	40.19	19.40	12.48
医疗保健股	-0.74	1.67	10.63	9.76
金融股	-2.65	1.53	10.29	4.84

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	-1.37	0.74	0.06	2.59
对冲全球投资级债券	-0.13	2.87	2.10	3.30
高收益债券	0.29	7.24	4.03	6.53
亚洲债券	-0.74	2.69	3.17	2.76
新兴市场债券	-1.20	3.26	2.81	5.88

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	-1.60	-0.86	-0.58	1.31
欧元兑美元	-1.40	1.29	-1.96	-0.06
日元兑美元	-2.23	-9.91	-3.86	-1.09

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-1.27	6.37	3.35	8.56
能源	2.24	4.20	-2.49	4.99

截至2023年8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。