



想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

今年的市场行情如同过山车一般大起大落，金融市场已不再像从前一般是一条笔直的康庄大道，而变得更加蜿蜒曲折。就像世界拉力锦标赛冠军科林·麦克雷所说的：“在笔直通畅的道路上，任何车辆都能够快速驾驶，但只有实力车手才能够自如地驾驭弯道。”那么，投资者又是否为前方潜在的弯道做好了充分准备呢？长期以来延续的低利率环境和宽松货币时代已成为过去，未来，投资者将面对更大的波动和不确定性。目前，市场走向存在两种潜在的情景：一个是软着陆，美国经济进入下一个增长阶段；另一种是硬着陆，美国经济陷入深度衰退。投资者需要思考的问题是：在局势尚未明朗的情况下，应该采取何种行动呢？

盈利增长和估值是支撑长期投资回报的两个关键要素。尽管这两大要素已经为人熟知，但投资者的情绪往往会妨碍他们理性看待这些关键因素，从而阻碍其实现其长期目标。晨星公司（Morningstar）在2023年的一项研究中指出，情绪化投资导致投资者在过去10年间错失了约20%的基金平均回报。今年的市场表现进一步突显了当下投资环境的复杂性，一方面，“科技七巨头”等巨型股正领涨市场，另一方面，那些估值可观且盈利增长预期强劲的仓位却尚未显现自身潜力。然而，随着经济环境逐渐趋于稳定，我们定位于复苏主题的仓位潜力也将得到释放，投资者所需要的或许只是第三个关键要素——耐心。

在上一季度，投资者逐渐建立起“经济不会陷入衰退”的共识，但我们对此仍然保持谨慎乐观的态度。利率抬升的影响仍在逐步传导至经济中：贷款标准收紧、新冠大流行期间注入市场中的现金的枯竭以及逾期率攀升等迹象无不凸显着目前市场环境的复杂性，在这样的情况下，投资者可以通过布局定位于稳定性的投资，以提高投资组合的韧性来抵御市场风险，并且避免错过随后经济复苏所带来的机会。

量化宽松时代的低利率已经成为历史，这为固定收益的投资者带来了巨大的利好，他们现在可以从美元货币市场基金中获得高达5%的回报（仅仅一年前还是0%！）。然而，要想真正地提高购买力，投资者必须将目光投向货币市场和现金投资以外的领域，尤其是那些可以通过承担风险获取额外回报的领域，如信贷市场中的高收益债券。随着美联储加息步入尾声，接下来的过渡期将为机会主义的投资者提供更多机遇。

在我们站在硬着陆或软着陆的十字路口之际，专注于驱动长期回报的关键因素（基本面、估值）变得至关重要，但或许其中的决定性因素在于耐心。虽然投资之路可能会充满曲折，但只要提前布局并做好充分准备，投资者可以驾驭市场波动，收获理想的投资回报。

市场回顾

“在笔直通畅的道路上，任何车辆都能够快速驾驶，但只有实力车手才能够自如地驾驭弯道。”世界拉力锦标赛冠军科林·麦克雷（Colin McRae）如是说道。

在驾驶方面，我们很容易区分一个人究竟是普通驾驶员还是赛车手：普通驾驶员往往会在在弯道处失控，而赛车手则能娴熟驾驭弯道。

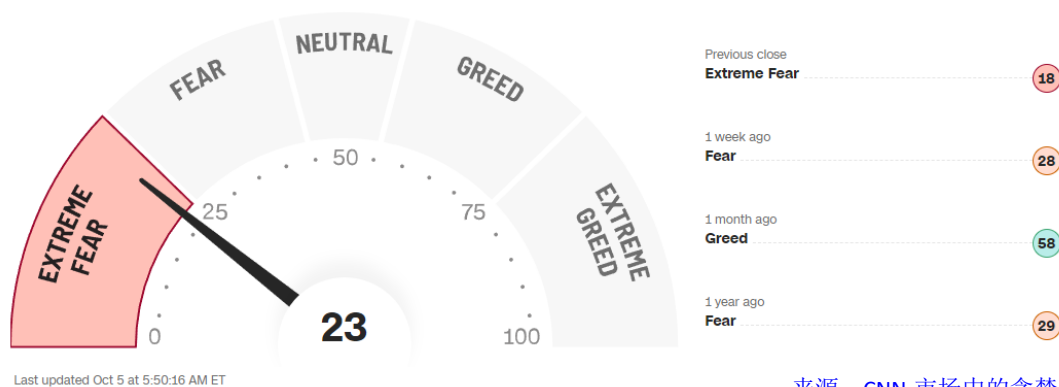
然而，当涉及到市场时，情况就不那么明显了。快车驾驶员在道路长期通畅笔直的情况下，很容易误以为自己达到了赛车手的水平。

近几个月的市场波动显示着如今的市场已不再像过去一般平坦，投资者的前路也将更加充满挑战。**过去在零利率政策下行之有效的办法，在如今高利率时代未必行得通。**在这样的情况下，我们也应像赛车手一样，为前方更为复杂和曲折的路况做好准备。

眼下，金融市场正在消化着加息所带来的影响，利率的高企也在一定程度上对遏制需求上涨以及缓和通胀压力起到了积极作用。

然而，抑制通胀绝非易事。目前，加息政策正如所预期的那样抑制着经济过热，各国央行也正在有意识地调控经济使其在可控范围内下滑而不至于引发危机。这使得投资者不禁思考：“这一次，经济究竟是会硬着陆并陷入严重的衰退，还是软着陆，温和地滑入衰退？”

市场对事件的反应往往取决于提问的时点。如下图所示，**当前市场情绪极度恐慌，然而，仅仅就在一个月前，市场情绪还是贪婪。但如果将时间线拉回一年前，市场情绪又是恐慌的。**



来源：CNN-市场中的贪婪与恐惧

为什么市场情绪会出现如此大的波动？

人类天生会对变化产生抵触情感。市场的每一次波动都会使投资者的情绪在恐慌和冷静之间摇摆不定。与此同时，投资者又会积极回应市场中的热点事件——每一次市场的阶段性上涨都会被视作经济复苏的标志，而任何经济疲软的迹象都会导致悲观情绪蔓延。

眼下，投资者的前景似乎已不再是一片坦途。然而，关于经济的未来走向，目前还没有明确的结论，目前有两种潜在的情景：

1. 软着陆：美国经济顺利过渡到下一个增长阶段；
2. 硬着陆：由于美联储无法有效平衡通胀与加息，导致美国经济陷入严重衰退。

这样的评估亦有着数据支撑。在标普500指数的强劲的上漲势头下，美国经济看似一片欣欣向荣，然而表象之下，美国经济实际上尚未完全走出困境。道琼斯指数作为美国总体经济健康状况的重要参考指标之一，在今年仍旧表现平平。如果美国经济实现软着陆，那么大多数市场也将在一定程度上出现好转；尽管超越标普500指数仍然有一定难度，但在道琼斯指数的追赶下，二者之间的差距也将逐渐缩小。如果美国经济实现硬着陆，二者之间的差距也将缩小，但这种差距的缩小更多是源于标普500指数回归到市场的平均水平。

在接下来的章节中，我们将详细阐述我们的投资组合将如何帮助投资者为未来潜在的情景做好准备。试图预测市场走向并进行择时往往只会适得其反。相比于每个月在贪婪和恐惧中反复摇摆，更明智的做法是专注于长期内推动市场上涨的关键因素。

定位经济复苏



在最近的讨论中，我们再次强调了最终支撑长期投资回报的两个关键要素：盈利增长（基本面）和估值，也就是我们FVT投研框架中基本面（Fundamental）中的“F”和估值（Valuation）中的“V”。

这两大要素已经为人熟知，经过广泛研究，它们几乎无可争议地被认定为投资成功的不二法门。然而事实上，大多数投资者却无法恰如其分地遵循这一秘诀积累财富，这是为什么呢？

许多研究也都证实了普通投资者获得的回报远远低于市场提供的回报。晨星公司（Morningstar）2023年的一项研究显示，投资者在过去10年间错过了约20%的基金平均回报。究其原因，投资者因情绪化投资而错误地选择了买入和卖出的时机——他们只在业绩强劲时才会出于贪婪买入，而在投资下跌时恐慌抛售。然而事实证明，投资在短期内是不可预测的，市场充斥着各种噪声，只有那些长期导向的投资者才能摒弃去噪存真，充分受益于基本面和估值这两大要素带来的增长。

许多投资者会误以为自己可以在市场的涨跌起伏中坚守投资。然而，那些曾经历过多个市场周期（多次繁荣和衰退）的经验丰富的投资者都会明白，长期投资实非易事。

让我们回顾一下2023年的前9个月，我们就会明白为什么前路将充满挑战。

今年表现最亮眼的是巨型股，持有这些巨型股的投资组合（如标普500指数）受益于其上涨。事实上，标普500指数中的七家巨头科技公司一举领涨，几乎贡献了美国市场今年以来的全部回报。如图所示，普通股票的表现实际上基本持平。

同样地，我们定位于复苏主题的投资如美国小盘股、新兴市场和中国股票的潜力尚未显现。然而支撑其长期增长的两个要素1. 有吸引力的估值 2. 更好的盈利增长预期仍然存在，尽管这并不意味着这些利好因素会在短期内转化为投资回报。

与之相比，“科技七巨头”等巨型股的估值过高，或将在长期带来下行风险。另一方面，如果它们的盈利增长预期看起来确实相当可观呢？投资者往往容易忽视的一个问题是，过高的盈利增长预期正是其风险所在。如果实际情况不及预期，过高的估值和不尽人意的基本面很可能损害投资者的信心，从而导致股严重受挫。

我们的定位于复苏主题的投资要如何才能反弹展现其上涨潜力？好消息是，或许我们无需等待太久，尤其是如果美联储坚持实行温和的货币政策实现软着陆，美国小盘股很可能在其推动下迎来大幅上涨。同样，我们也正密切关注中国市场，其近期经济数据十分可观，这也预示着中国经济或将在未来几年内持续增长。

经济周期末期的稳定性

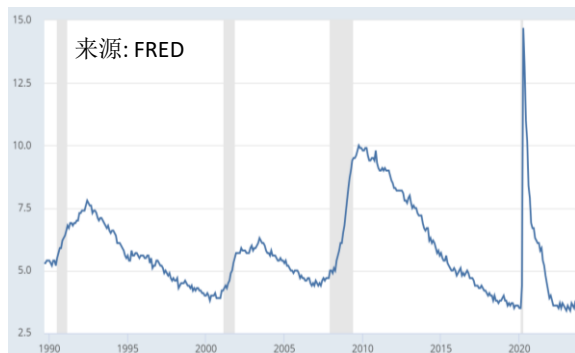
标普500指数今年的上涨让一部分投资者认为，人们所期望的软着陆已经实现。这未免有些“只见树木，不见森林”的意味。

在上一季度，投资者逐渐建立起“经济不会陷入衰退”的共识，然而出乎意料的是，市场非但没有上涨，反而毫无起色，甚至出现下跌。

尽管经济确实可能实现软着陆仅陷入温和衰退或不会衰退，然而，**美国经济尚未走出困境，硬着陆并陷入严重衰退的风险仍然存在。**

强劲的就业数据或许并不总是利好

美国失业率正处于历史低点。这一数据初看起来似乎是好消息，因为通常情况下，低失业率往往会对经济和社会带来积极影响。然而，实际上，低失业率往往表明经济已经达到顶峰，接下来或许只有下滑一条路可走。下图显示了随着历史性的低失业率的出现，经济衰退（如阴影区所示）往往紧随其后。



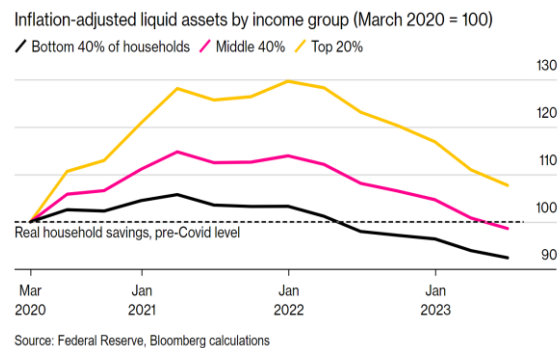
信贷紧缩初现端倪

美联储高级贷款官员意见调查显示，超过40%的银行正在进一步收紧贷款标准。

贷款标准的收紧意味着企业无法像以前那样轻松获得贷款进行融资。再加上借款成本的上升，这些因素将抑制企业的增长和招聘速度。这些结果恰恰是紧缩的货币政策所要实现的目标，但如果过度实施，可能会导致经济陷入衰退。

美国消费者的财务状况并没有预期那般健康

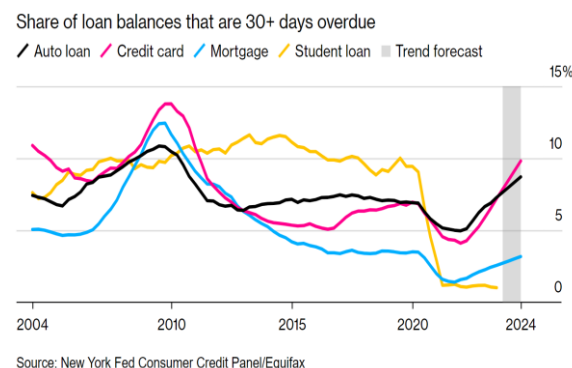
新冠大流行后的经济复苏主要得益于当时的刺激性货币政策，央行大幅印钞“注水”经济，然而随着时间的推移，这些现金开始逐渐开始枯竭。下图显示了80%的人现金储备低于新冠大流行之前的水平。



近期的零售消费研究数据显示，在最近的返校购物季中，多数消费者出现了消费降级，显示着家庭财务预算的趋紧。

逾期率从低位开始攀升

较低的逾期率水平有益于经济发展。逾期率上升往往预示着经济可能陷入衰退，因此近期逾期率的攀升（如下图所示）也引发了广泛的担忧。另一个警示信号是借贷成本的提高已经开始逐步渗透到实体经济中。



虽然在美联储的调控下，“软着陆”前景可期，但历史经验告诉我们，投资者仍需对未来保持谨慎。在未来，权衡和有效管理潜在风险至关重要，投资者可以通过布局定位于稳定性的投资，以提高投资组合的韧性来抵御市场风险。这样，当市场出现突发状况时，投资者就能够像熟练的赛车手一样自如应对，而不是在弯道出现时失控。

寻求收益率

得益于美联储为了调控通胀而提高利率，现在人们可以在美元货币市场基金中获得高达5%的回报。而在一年前的2022年3月，回报率仅为0%，这一变化也标志着量化宽松时代的低利率已经成为历史。

自去年美联储开始加息以来，已经有超过1万亿美元涌入货币市场基金*。试想如果可以在不承担风险的情况下就获得5%的回报，谁还会考虑其他投资呢？何况如今5%的收益率要远高于过去的0%。

尽管目前每个投资者都能从市场中获得5%的无风险收益，但目前提供着“更高收益”的货币市场基金其实并没有给投资者带来比其他人更高的购买力。

对于那些希望获得更高购买力的人来说，信贷市场正提供者比货币市场基金更高的回报——高多少呢？

我们可以通过信用利差这一指标来量化因为愿意承担一定水平的信用风险而获得的额外收益。下表显示了当前投资级债券和高收益债券之间的信用利差。一般而言，相对于投资级债券，投资者可以通过高收益债券投资来获得更高的回报。

高出现金投资的额外收益		5年	
信用利差%	当前利差	中位数	百分位
投资级债券 (IG)	+1.32	+1.29	55%
高收益债券 (HY)	+4.81	+4.74	58%

这是否意味着投资于信贷市场总是能够获得更高的回报呢？要是投资真有这么简单就好了。从长远来看，投资于信贷市场确实可能会为投资者带来更高的回报；但从中短期来看，情况可能并非如此。在环境有利时，投资信贷市场的回报可能会相当可观；然而在其他情况下，投资信贷的回报也可能不及预期。

那么如何判断何时是对我们更有利的市场环境呢？我们FVT投研框架中的估值可以起到一定程度的指示作用：**投资级债券和高收益债券市场的风险水平随着时间的推移不会有太大变化，但投资者因承担额外风险而获得的收益却会存在显著波动。**

*投资公司机构数据

来源：彭博社。货币市场基金：Vanguard 联邦货币市场基金，投资级债券：ICE全球公司指数，高收益债券：彭博全球高收益指数。数据自2018年10月31日至2023年9月30日。

信用利差并非恒定不变，它会随着市场环境的变化涨跌起伏。当利差较高时，愿意承担额外信用风险的投资者可以获得更丰厚的回报；当利差较低时，投资者能从类似信用风险中获得的补偿则更为有限。通常情况下，高收益债券的利差会在3%到8%的范围内波动。**因此，当利差较高时，投资者应该抓住机会及时入场，而在利差较低时则需谨慎行事。**然而实际情况却往往截然相反，投资者常常在环境低迷但利差较高时犹豫不决，这更凸显了巴菲特“当别人贪婪时要恐惧，当别人恐惧时要贪婪”这一原则的重要性。

目前，发达市场信用利差位于50百分位之上，略高于过去5年的中位数，表明其市场估值合理，没有被大幅低估或是高估。而新兴市场高收益债券的利差为6.81%，要比发达市场信用利差高得多，投资者可以在新兴市场中得到更好的投资机会。

目前，我们正处于货币政策周期中的这样一个阶段：市场正为愿意承担信用风险的投资者提供着更高的回报。虽然与通胀的斗争仍未告一段落，但美联储已多次示意加息举措可能已进入尾声，本轮加息周期或仅剩最后一轮加息。按照货币政策周期的规律，在最后一轮加息之后，市场通常会迎来一个过渡期，随之而来的便是首次降息。

这与高收益债券又有何关联呢？以下数据表明，这种过渡期对高收益债券投资者非常有利，年化回报的中位数和平均值分别高达9.6%和13.6%。

Last Hike	First Cut	Distance	Spread (OAS) Change	Periodic Return	Annualized Return
Feb '89	Jun '89	4 Months	n/a	3.1%	9.5%
Feb '95	Jul '95	5 Months	n/a	9.3%	23.8%
May '00	Jan '01	8 Months	171	3.9%	5.9%
Jun '06	Sep '07	15 Months	84	12.1%	9.6%
Dec '18	Jul '19	7 Months	(140)	10.7%	19.1%
Median		7.0 Months	84	9.3%	9.6%
Mean		7.8 Months	38	7.8%	13.6%

在宏观经济即将走向硬着陆或软着陆的十字路口的当下，这样的机会不仅可以为投资者带来额外回报，还能够一定程度上缓冲股市的剧烈波动。

来源：Skyharbor, ICE指数, 美林证券, 彭博, 瑞士信贷, 美联储。

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	-4.10	10.49	8.14	8.30
美国	-4.77	13.06	11.90	9.71
欧洲	-4.01	7.88	4.75	7.16
日本	-2.21	10.12	4.82	4.75
亚太区（日本 除外）	-2.71	-0.45	3.40	7.65
新兴市场	-2.61	2.07	2.44	7.66

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-3.03	-0.84	4.94	9.78
巴西	-0.71	12.09	-0.10	7.51
中国A股	-2.49	-7.83	4.76	8.73
中国H股	-2.12	-5.35	-1.59	6.61
中国香港	-2.42	-7.17	0.89	5.85
印度	1.04	8.90	11.29	12.62
印度尼西亚	-1.77	5.29	4.27	12.49
韩国	-5.85	3.00	1.67	7.59
马来西亚	-1.45	-7.18	-2.33	6.14
俄罗斯	-3.85	15.31	2.77	7.76
新加坡	-1.48	1.29	3.09	7.72
中国台湾	-2.59	13.97	10.21	9.69
泰国	-9.83	-14.29	2.14	9.06

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	-8.13	-5.69	1.93	1.36
能源股	2.63	5.99	5.03	9.53
科技股	-6.79	30.67	18.05	12.11
医疗保健股	-3.22	-1.60	9.87	9.46
金融股	-3.14	-1.65	9.64	4.64

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	-2.92	-2.21	-0.44	2.20
对冲全球投资级债券	-1.72	1.09	1.84	3.12
高收益债券	-1.34	5.81	3.77	6.31
亚洲债券	-1.53	1.11	2.82	2.68
新兴市场债券	-2.28	0.91	2.35	5.60

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	-1.11	-1.96	-0.84	1.18
欧元兑美元	-2.49	-1.23	-2.43	-0.49
日元兑美元	-2.56	-12.22	-4.10	-1.45

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-4.72	1.35	3.36	8.16
石油	8.56	13.12	-1.19	5.84

截至2023年9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。