

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

十月市场持续波动，随着流动性的收紧和利率的抬升，经济复苏的进程被延迟。然而投资者无需过分忧虑，尽管经济复苏延期，但却并未偏离轨道。美联储于近日宣布暂停加息，股票和债券市场应声上涨。美联储暂停加息也预示着其激进的紧缩周期或将结束，经济格局也将发生重大转变。在这样的情况下，投资者仍应保持谨慎，因为利率抬升所带来的影响仍在不断渗透市场。

近年来取得出色表现的投资者或许应当重新评估自己的投资策略，因为从前的策略未必适用于如今的高利率环境。如今，现金投资凭借其极具吸引力的收益水平吸引着投资者纷纷入场投资，但若将通胀纳入考量，现金投资的回报水平几乎无法跟上不断上涨的物价水平；也就是说，尽管现金投资回报率提高了，但现金投资者的购买力却没有得到相应的提高。在当前的高利率环境下，那些有风险承受能力的投资者可以放眼其他可以提供更高回报的投资机会来提升投资成功的几率。

投资者往往热衷于投资于拥有引人入胜的叙事的“好故事”，又或是依赖过往表现，投资于近期取得出色表现的投资产品。可当投资的表现或回报不及预期时，投资者往往会感到失望，转头寻找下一个“最佳”投资，甚至陷入“高买低卖”的恶性循环。像“失去的十年”这样长期的深度下跌在市场中时有发生，近年来投资者趋之若鹜的标普500指数也曾在2000年至2009年期间经历“失去的十年”。尽管科技巨型股目前在市场中一骑绝尘，占据主导地位，但其过高估值也在一定程度上限制了其增长潜力；而反观小盘股，其估值极具吸引力，特别是在利率保持稳定或如市场预期般下调时，很容易受益于随后的市场反弹。新兴市场，（尤其是亚洲）基本面已趋于稳定，为投资者提供着优质且极具盈利增长潜力的投资机会。

在市场持续低迷的情况下，投资者应当聚焦于基本面坚实且估值具有吸引力的板块。此外，投资者还可以通过定投在市场处于低位时入场，降低平均投资成本并缩短投资组合获得预期收益的时间。尽管市场充满挑战，但投资者仍能通过多元投资，通过配置不同资产类别、地区和行业，降低投资组合的风险并实现资本增值。

在宏观方面，年初美国对10年期利率的预测为3%，截至10月底，这一利率甚至突破了5%，大大超出投资者的预期。在这样的情况下，了解自己属于哪种类型的投资者至关重要，目前信贷市场的投资者可以归为两类，一类谨慎求稳，偏好在安全区内获取收益；另一类则敢于承担风险，希望通过高风险投资跑赢通胀。

目前，信贷市场基本面回暖。新兴市场凭借其强势的增长预期和稳定的政治经济环境，正展现出极高的回报潜力。此外，中国的经济正在经历以高科技高附加值产业为中心的经济转型，东南亚和印度的投资环境也在好转，这些因素都为信贷投资者提供了更为丰厚的回报机会。与此同时，尽管美国大盘股在盈利增长和估值方面面临一定压力，但美国消费水平依然强劲，且没有出现信贷紧缩的迹象，这表明美国经济尚未发生结构性变化，债券投资者可能比股票投资者更容易从企业盈利中获益。

## 市场回顾

“只有当潮水褪去时，你才知道谁在裸泳。”

这句广为人用的箴言一针见血地揭示了当下的时局变迁：如今，长达十余年的流动性潮水渐退，利率的抬升也逐步渗透市场，10月的市场波动也进一步地反映了这一趋势。

那么，为什么今年市场走势依然不明朗呢？

回顾年初，对美联储可能结束加息的预期以及中国的重新开放使得市场迎来了一轮开门红。然而，后续发展情况却不如人意。工资成本居高不下迫使美联储继续加息，市场由此受挫。除此之外，中国市场的表现也不容乐观，尽管中国是今年首个扩张的主要经济体，但由于其他经济体表现疲弱，中国经济也受到拖累，这些挑战都拖累了经济复苏的进程。

这一系列不及预期的表现也对我们的投资组合产生了一定影响。然而，尽管经济复苏的进程延迟，但却并未偏离轨道。就在11月2日，美联储宣布将维持利率不变，这一消息让市场重拾信心，股票和债券市场双双反弹。

尽管如此，投资者仍需保持谨慎，市场仍然在洗刷竞争力不足的企业。本周，估值曾一度高达470亿美元的WeWork申请破产。然而不久前，这个共享办公空间鼻祖不仅备受华尔街的青睐，也一度成为普通人投资的宠儿。

这也揭示了超低利率时代中充裕的流动性下的潜在危害。充裕的流动性让人们忽视了利率抬升的潜在风险，甚至宣称“今时不同往日”。然而实际上，对许多人来说，时代确实已经不同了。

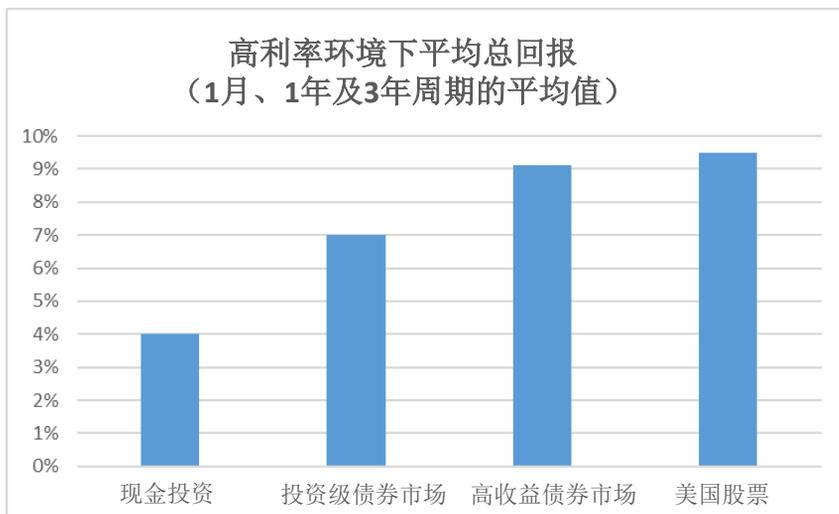
面对如今的高利率环境，近年来取得出色表现的投资者需要思考：

- 我曾经的成功是因为受益于充裕的流动性吗？
- 如果是，我该如何调整我的投资策略以适应更高的利率环境呢？

在高利率环境下，相比于现金，哪些投资更具优势呢？

基于多个市场周期的数据，下图显示了不同资产在高利率环境下的平均回报水平。投资者可以根据历史数据一探未来，毕竟投资本质其实是借鉴历史经验，通过历史规律指导未来投资策略。

如下图所示，现金投资回报率的上升到约4%的水平，这吸引着许多投资者将资产转向现金投资。但若是将高达4%的通胀水平纳入考量，现金投资的回报水平几乎无法跟上不断上涨的物价水平。在如今的高利率环境下，仅仅专注于现金投资的投资者可能会忽视其他回报率比现金投资更高的投资机会。但是，并不是每个人都有足够的风险承受能力全盘押注这些领域。市场是公平的，你有多少的风险承受能力，决定了你能以多快的速度积累财富。



<https://www.aqr.com/Insights/Research/Alternative-Thinking/Honey-the-Fed-Shrunk-the-Equity-Premium>

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。

## 定位经济复苏



投资者应当如何挑选投资呢？投资者在选择投资策略时，常常会关注市场叙事，追逐引人入胜的“好故事”，又或是依赖过往表现，投资于近期取得出色表现的资产，并期望当前的趋势能够持续下去。

以上策略的问题在于，当投资的表现或回报不及预期时，投资者可能会感到失望，当他们耐心耗尽时，便会转头寻找下一个“最佳”投资。如此一来，投资者很容易错失潜在的长期回报，甚至陷入“高买低卖”的恶性循环。

即使是那些眼光长远并且有耐力坚定持有的投资者，也难免会因表现不及预期而感到失望：最令人沮丧的结局便是在10年后发现自己的投资组合的年化收益几乎为0%，经历所谓的“失去的十年”！

“失去的十年”指的是在2000年1月至2009年12月的一段时期，那时，美国标普500指数的总回报率为-9.1%（年化回报率为-0.95%）。然而，这样的情况是否罕见且鲜少发生呢？

事实上，由于市场自身具有一定的周期性，长期下跌的情况也会在市场的涨跌起伏中反复出现。晨星（Morningstar）在对自1870年以来对美国市场的研究中指出：“股市会不时地经历长时间的深度下跌期。”正如上图所示，类似于“失去的十年”（如绿色圆圈所示）在过去已多次发生，在未来也会也可能再度出现。

这种情况不仅限于标普500指数市场，其他市场也可能经历类似的长期深度下跌期。因此，我们应当着眼未来，关注未来的长期趋势，而不仅仅是依赖于过往表现。这样一来，投资者便可以更好地规避风险，避免再度经历长期的深度下跌。

回顾今年年初以来，像“科技七巨头”这样的巨型股涨势强劲，一度超过了我们配置的一些投资，包括那些定位于经济复苏的投资。然而，前路又将如何呢？当市场像如今这样经历大幅波动时，拥有可靠的“指向标”变得至关重要，因此，我们也通过评估基本面（盈利增长）和估值，为投资决策提供指引：

**美国小盘股：**过去反复出现的长期深度下跌期有着什么样的共同点？答案是：过高的估值。如今，以“科技七巨头”为代表的巨型股的市销率（总市值/主营业务收入）高达6.4倍。这意味着，投资者购买巨型股时，要支付的价格相对于小盘股而言要高出多达7.6倍。当前巨型股的估值已然过高，在未来很难继续保持其增长势头。而反观小盘股，其估值极具吸引力，特别是在利率保持稳定或如市场预期股下调时，很容易受益于随后的市场反弹。

**新兴市场与中国股市：**基本面（盈利增长）已趋于稳定，这表明最艰难的时期已经过去。另一方面，经济活动仍然相对疲软，刺激经济活动将成为实现稳步复苏关键。值得注意的是，如今极度悲观的市场情绪为未来的市场反弹（尤其是短期反弹）奠定了基础，这也使得我们对目前的投资组合配置充满信心，同样地，投资者也可以提前布局，在这一市场中寻找更为优质的投资机会。

## 经济周期末期的稳定性

延续上一节关于“失去的十年”的讨论，让我们看看投资者可以通过哪些措施来保护自己规避市场长期下行的风险：

- 1. 投资于基本面坚实，估值具有吸引力的市场。**  
正如我们在上个月的时评中所强调的，基本面（盈利增长）和估值是支撑长期投资回报的两个关键要素，它们能够帮助长期投资者筛选出那些在长期内能够实现显著增长“潜力股”，并且通过避开估值过高的市场，防止投资者再度经历“失去的十年”。
- 2. 开始（并坚持！）定投。**当市场下跌时，许多投资者会出于害怕损失而暂停定投，而事实上，市场下跌之时，正是入市良机。投资者可以通过定投在市场处于低位时入场，降低平均投资成本，缩短投资组合获得预期收益的时间。
- 3. 保持多元投资。**2000年代对于那些刚刚投资于标普500指数的投资者来说是一段不堪回首的时期。然而，如下图所示，那些实施多元化投资策略的投资者依然能够获得可观的回报。通过采取多元化投资，无论是跨足不同资产类别、地区还是行业，多元化都有助于提高长期投资成功的机会。

2000年代的投资环境异常严峻——投资者以2000年3月科技泡沫破裂开局，又以2008年全球金融危机的爆发结束，并且，**这两次市场崩盘都发生在经济周期的末期**，而今，我们又再度身处经济周期的末期。

然而，身处经济周期末期并不意味着市场将一片惨淡，市场中仍然有着优质的投资机会，**投资者仍然有钱可赚**。11月2日，美联储宣布维持利率不变，暗示其激进的紧缩周期结束；市场也对这一消息作出了积极反应，管理着2.3万亿美元的资管巨头Capital Group认为，美联储暂停加息是投资者入市的“大好时机”<sup>1</sup>。

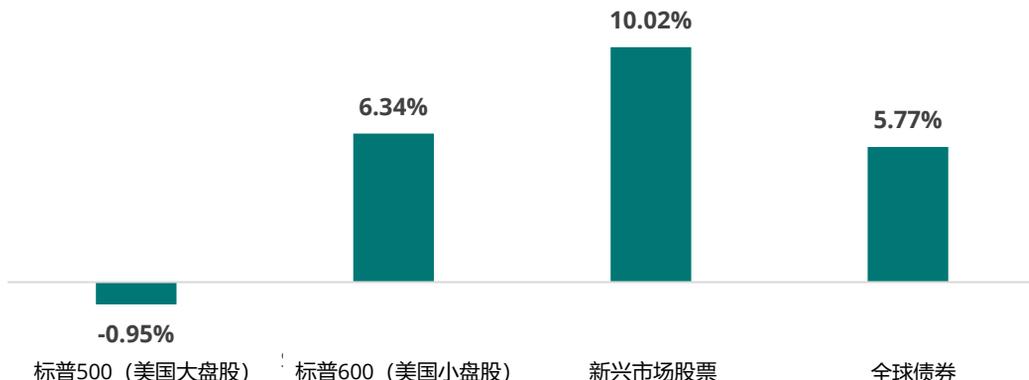
我们对此也持类似观点，市场涨跌互现，却始终保持波浪式前进，但在（如今的经济周期环境下）到达最终目的地之前，可能会经历更多曲折。我们依然保持着谨慎乐观的态度，继续在投资组合中保留“缓冲器”，即防御性医疗保健股和政府债券，以帮助抵御价格的大幅波动。

虽然市场长期趋势是由低走高的，但市场在向前推进的过程中也会伴随着意料之外的暴涨或者是下跌。作为投资者，我们能够做的便是根据自身的风险承受能力构建多元化的投资组合，以达成投资目标。

<sup>1</sup>资管巨头Capital Group称美联储暂停加息是买入股票“大好时机”

### 多元投资可以帮助投资者避免再度经历“失去的十年”

年化收益: 2000年1月 - 2008年12月



## 寻求收益率

今年早些时候，几乎所有主要的投资银行和机构都预测美国10年期国债的利率将维持在3%的水平。然而，截至10月底，这一利率甚至突破了5%，大大超出了投资者的预期。

一些投资者或许为不断攀升的利率感到担忧，思考“如果利率持续走高，会对市场产生怎样的影响？”。近年来，人们已经习惯了低利率时代环境并将其作为常态，然而事实并非如此。如下图所示，近期的加息只是把我们的利率水平提升到了过去5000年以来的平均水平！

尽管从历史的角度看，高利率环境是相当正常的，但对于已经习惯了低利率环境的投资者来说，这种经济环境十分陌生。在这样的情况下，了解自己属于哪种类型的投资者至关重要。

### 类型1：“我谨慎求稳，并不追求过高的回报”

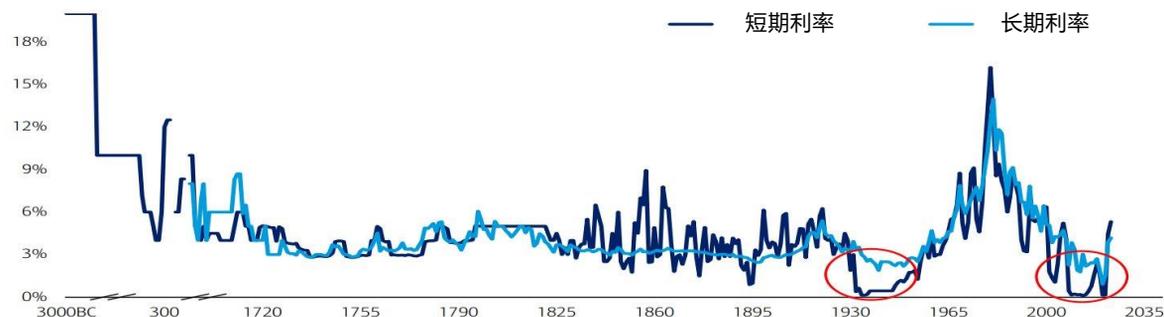
目前处于高位的现金投资回报率吸引着许多投资者将资产投资于定期存款和货币市场基金中，在风险较低的领域追求更为稳健的收益，对于那些不介意被通货膨胀侵蚀他们已获得的收益的人来说，这无可厚非。实际上，如果考虑通货膨胀，他们实际上并未取得任何收益。

### 类型2：“我想获得更高的购买力”

对于那些希望跑赢通胀的投资者来说，现金投资回报率的提高也意味着愿意将目光投向现金以外的投资者将获得额外收益补偿。市场回顾章节中的图表显示，只要投资者具备一定的风险承受能力，投资于投资级债券和亚洲高收益债券的投资者将获得比现金投资更高的回报。

## 近5000年的历史利率水平

Exhibit 15: Rates to mean revert lower from last year? Rates are just off a 5000yr low  
Interest rates since 3000 BC



Source: Global Investment Strategy, Bank of England, Global Financial Data, Homer and Sylla 'A History of Interest Rates' (2005)

BofA GLOBAL RESEARCH

投资者收益率越高，意味着借款人的借款成本也更高昂。随着资金成本的提高，专注于优质资产将提高投资者在追求回报时的成功率。

为了寻求更高的收益，我们布局了新兴市场的投资。尽管新兴市场 and 亚洲高收益债券市场充满不确定性，但它们目前为投资者提供了一个优质且极具增长潜力的投资机会。

**亚洲高收益债券市场迎来崭新时代；**东南亚和印度近年来发展势头强劲，其稳定的政治和投资环境也进一步推动了借款人的融资需求的增长，为信贷投资者提供了更丰厚的回报。

中国也经历了艰难的转型期——从以房地产为中心的高耗能低效率“粗放式增长”转向以高科技高附加值产业为中心的“高质量增长”。与此同时，有力的财政支持也为中央政府提供了充足的行动空间，护航经济高质量发展。

不仅是新兴市场，整个投资格局也在发生剧变。随着利率的上调，一些从前缺乏吸引力的领域也正呈现出全新的优质投资机会。

尽管美国大盘股的盈利增长和估值方面面临一定压力，但美国消费水平依然强劲，且没有出现信贷紧缩的迹象，这意味着美国经济并未发生结构性变化，企业盈利更有可能流向债券持有人，而非股票投资者。因此，我们也在积极寻找与这些领域相关的潜在投资机会。

## 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	-2.99	7.20	7.39	7.82
美国	-2.10	10.68	11.16	9.29
欧洲	-3.62	3.97	3.91	6.63
日本	-4.34	5.44	4.37	4.33
亚太区（日本除外）	-4.08	-4.51	2.50	7.00
新兴市场	-3.88	-1.85	1.55	7.01

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-5.30	-6.09	3.82	9.10
巴西	-3.58	8.08	-0.78	6.58
中国A股	-3.34	-10.91	4.51	8.62
中国H股	-4.60	-9.71	-2.34	5.41
中国香港	-3.84	-10.74	0.33	5.22
印度	-3.06	5.57	9.81	11.84
印度尼西亚	-5.37	-0.36	3.03	11.99
韩国	-7.22	-4.24	0.67	6.74
马来西亚	-0.17	-7.34	-2.86	5.53
俄罗斯	6.46	22.76	2.97	8.48
新加坡	-4.87	-3.64	2.32	7.16
中国台湾	-2.63	11.00	9.50	9.17
泰国	-4.71	-18.32	1.19	8.24

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	4.16	-1.77	2.33	1.56
能源股	-5.97	-0.34	3.96	9.14
科技股	-0.83	29.59	17.54	11.59
医疗保健股	-4.09	-5.62	9.00	9.14
金融股	-2.47	-4.08	9.01	4.16

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	-1.20	-3.38	-0.66	2.17
对冲全球投资级债券	-0.71	0.38	1.68	3.14
高收益债券	-1.22	4.52	3.36	6.14
亚洲债券	-0.90	0.20	2.54	2.64
新兴市场债券	-1.48	-0.58	1.98	5.48

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	-0.25	-2.20	-0.98	1.20
欧元兑美元	0.02	-1.21	-2.47	-0.46
日元兑美元	-1.52	-13.56	-4.24	-1.60

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	7.32	8.76	4.13	8.55
石油	-10.76	0.95	-1.72	5.25

截至2023年10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。