

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

11月份市场涨势喜人，短短一个月就收获了几近一年才能取得的收益。然而，这种现象并不是第一次发生，每次在市场“极度恐慌”时，市场总会像现在这样触底反弹。在这样的时刻，错过投资窗口往往会后悔没有在10月底市场抛售时趁低买入；但对大多数人来说，当市场发生大幅波动，投资者很难抵抗自己的恐慌情绪进场投资。或许对于投资者来说，更为可行的做法是专注于长期回报，在市场随着时间推移而上涨时收获回报。

2009年至2021年长达十余年的货币宽松时代悄然结束，低利率时代的终结也成为了目前市场剧烈波动的主因。事实上，在利率持续走高的情况下，投资者需要重新调整自己的投资策略以适应新的市场环境，将目光投向热门投资之外，寻找潜力更大的细分市场。

在美联储发出结束加息的信号后，市场的反应异常积极，股票和债券应声上涨。我们定位于经济复苏的投资，尤其是新兴市场和美国小盘股，在这种乐观情绪中强势反弹。这与美联储暂停加息周期的历史表现一致，过去在最后一次加息之后的6个月和12个月里，市场往往呈现积极的态势。

事实上，现在正是投资的好时机。在经济周期末期，“软着陆”的市场前景已经趋于明朗，但投资者仍需保持谨慎，市场状况随时可能转变——无论是通货膨胀卷土重来，还是高利率对经济和企业发展的影响滞后，都会引发新一轮的市场波动。在这样的环境下，投资者应当确保所配置的投资组合仅能够帮助自己在波动中保持投资，来利用市场的长期上升趋势取得回报。

对于固定收益投资者而言，目前的高利率环境为他们提供了丰富的投资机会：投资者可以按照自己的风险承受能力和预期收益，从市场中挑选适合自己的投资。尽管现在现金投资的收益水平相较于以前已经有所提高，但在长期内超过通货膨胀仍然是一项挑战。对于那些敢于冒险超越“无风险”投资于高波动资产的投资者来说，新兴市场债券等高收益市场正提供着极具吸引力的投资回报。临近年末，我们祝大家佳节愉快，投资顺利！

市场回顾

11月份市场涨势喜人，短短一个月就收获了几乎一年才能取得的收益。

面对这样的表现，错过投资窗口的投资者或许会感到懊恼——“要是我在10月底进场了就好了”。又或许更恰当的说法是：“如果我们能在10月份市场下跌时寻求专业建议，适时投资就好了”。的确，10月底市场情绪低迷，指望一个人在这样的时期加仓确实有些强人所难，但值得庆幸的是，并没有许多投资者就此退缩抛售而错过11月的市场反弹。

2009年至2021年长达十余年的货币宽松时代悄然结束，低利率时代的终结也成为了目前市场剧烈波动的主因。从市场角度来看，这12年只是市场漫漫长河中短短的一个阶段而已。但正如霍华德·马克斯在其最新的访谈中所指出的那样，对于许多投资者来说，“时代可能真的不一样了”。

首先，**未来十年的平均利率将高于过去十年**，这也意味着投资者需要习惯通过等待更长的时间来获取更高的收益率。除此之外，央行在短期内并不打算重施量化宽松政策，因为在这样的政策下，实际生产力的增长水平并没有办法跟上通货膨胀的水平——富人更富，而普通人却并不能从中获益。事实上，近年来的通货膨胀水平的迅速上涨对普通人的日常生活带来了巨大压力。

然而，引导全球经济重回正轨实非易事。下方左图显示了通过利率调节通胀的计划是如何屡屡被“打乱”的。尽管市场看似波涛汹涌，但如右图所示，尽管计划一直被打乱，但市场总体趋势仍然是上涨的。投资者真正的困难在于他们极易在市场崩盘时恐慌抛售，而当市场形势明朗之时，他们已经被抛在身后。而作为投资专业人士，我们的工作便是帮助投资者把控正确的投资方向。

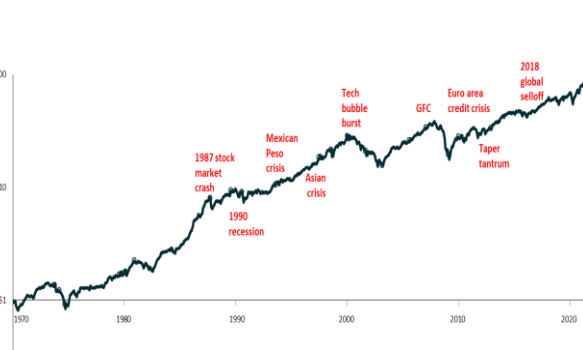


除了剧烈的市场波动之外，踏上复利之旅的投资者对未来应有哪些预期呢？

整体经济增速放缓：由于市场中缺乏有潜力的全球增长引擎，在利率高企，资金成本上涨的大背景下，整体经济长期以来的增速或将放缓。然而，**这并不意味着市场中没有优质的投资机会**，在低增长的大环境下，仍然会存在一些细分市场能够从中获益。这也意味着，投资者要想沙里淘金发掘潜力股，就需要将目光投向热门投资之外，寻找潜力更大的细分市场。

风险资产估值下调：根据估值理论，利率上升时，风险资产的估值会相应下降，这一理论在市场中的实际表现甚至更加明显。一些对利率变动较为敏感的资产如房地产在利率上升时会被恐慌抛售。当利率接近于零时，房地产可以通过3%的稳定收益率取得（更高的）估值。但目前的市场利率远高于此，没有投资者愿意为赚取同样的3%而承担房地产投资所涉及的额外风险，这也是为什么只有估值较低时，投资者才愿意持有此类资产。

央行加息所带来的多方面效应仍在持续发酵，加息政策已经在经济各个层面留下了深远的影响。债券市场、商业地产（CRE）和部分私募股权投资市场长期以来一直被笼罩在“低气压”之下，而私人信贷和资本回报率较低的公司也面临着一些挑战。尽管这些领域存在一定风险，但它们同时也为投资者提供了更为广阔的投资前景，我们将在后续内容中深入展开讨论。



定位经济复苏

情景1

- 通胀见顶
- 加息进入尾声
- 软着陆：美国经济缓和衰退
→ **经济复苏?**

2023年11月



情景2

- 通胀持续高企，美联储过度紧缩
- 硬着陆：美国经济严重衰退
→ **严重衰退?**

11月份市场发生了什么？简单来说：由于有迹象表明美联储的加息周期或将结束，两种潜在情景（软着陆和硬着陆）之间的拉锯战的结果向“软着陆”迈进了一步。

2023年11月1日 4:06 pm

美联储维持利率恒定，道指收涨220点

市场对美联储暂停加息的反响强烈，股票和债券应声反弹，并在11月余下的时间里持续上涨。

“软着陆”的预期将利好我们定位于经济复苏的投资。

在逐渐明朗的“软着陆”前景下，新兴市场股票强势反弹，美国小盘股表现甚至更加亮眼（我们所配置的表现最亮眼的美国小盘股基金在一个月内上涨了约18%，是市场回报率的两倍！）。即便实现了如此强劲反弹，我们的股票持仓的上涨空间仍然广阔。与此形成鲜明对比的是，市场中一些板块估值过高，过高的估值大大限制了其增长潜力，例如某些巨型科技股。

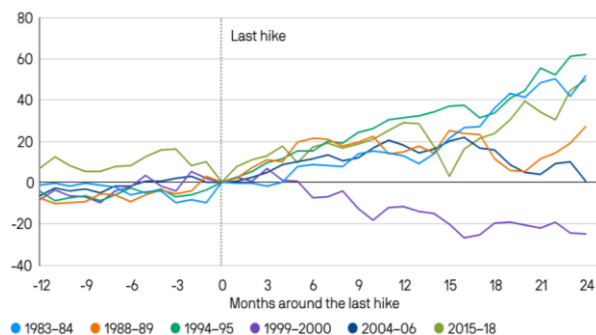
中国是市场中的一个例外，尽管基本面已经触底，政府也在积极推行支持性政策刺激经济，但由于市场情绪过于低迷，中国股市的表现明显落后于其他主要市场。

但也正是因为极度悲观的市场情绪，其估值远低于其公允价值，为长期投资者提供了极为诱人的投资机会。尽管在短期内市场状况仍然难以预料，但一旦新闻风向和市场情绪好转，中国或将实现华丽逆袭。我们已经观察到越来越多的投资者开始涉足这一被低估的市场¹。尽管如此，我们仍在密切关注市场动向，并将为投资者及时更新。

[1 彭博社：富达和Invesco正积极为中国市场的复苏做好准备](#)

无论如何，市场普遍认为美联储已经结束了当前的加息周期。值得注意的是，通胀目前正持续放缓，除非发生不可预测的情况，美联储应当不会再度加息。如果市场发展符合预期，那么在美联储激进的加息周期结束后，市场走势又将如何呢？较为明朗的情况是，高企的利率已经有效限制了个人和企业的财务状况，因此对于市场来说，美联储降息（或者至少是暂停升息）的政策应该被视为一种积极的信号。

以史为鉴，我们能从中吸取什么经验？自1984年以来，在美联储最后一次加息后的6-12个月内，股票回报率通常为正值。唯一的例外出现在2000年初，尽管当时美联储暂停了加息（并在随后进行了降息），但由于科技泡沫的破灭，股市还是大幅下跌。



资料来源：摩根大通资产管理公司

我们能从中得到什么启示？现在正是投资的好时机，但请记住，暂停加息和降息是有区别的。事实上，当前的市场利率比过去十年的任何时候都要高得多，投资者需要有选择性地投资于基本面坚实且估值合理的领域，以在未来持续地增长财富。

经济周期末期的稳定性

随着美联储加息周期结束以及经济“软着陆”的迹象日益增多，仍在观望的投资者可能会错失潜在的市场上涨。

尽管如此，我们还是提醒投资者不要期望投资之旅从此一帆风顺。事实上，尽管市场在大方向上呈现上涨趋势，但波动仍在存在。在本节中，我们将讨论目前市场中存在的两大主要风险：

1. **通胀回升。**如今，投资者普遍预期通胀和利率将并行走低。虽然这是最有可能出现的结果，但这也意味着市场可能会对通胀出现任何‘意外情况’做出负面反应。

鲍威尔领导的美联储仍处于暂停加息阶段

—截至目前

2. **更高的利率尚未完全渗透到经济中。**我们重申，暂停加息并不等于降息。除非市场利率显著下降，否则在未来的几个月甚至几个季度，利率上升都将对经济产生多方面的效应。

“40年来最为激进的加息周期不引发经济衰退的可能性非常小”。

—巴克莱银行研究

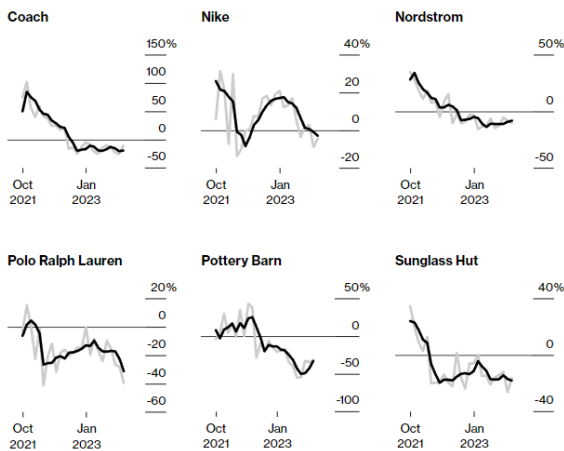
尽管过去一个月的情况表明，“软着陆”日益成为市场共识，但上述提到的风险也暗示了这一观点也可能迅速发生转变。一个共同点是，长期的高利率环境将对经济产生不利影响，并在最终损害企业盈利。

实际上，我们已经看到经济持续降温的迹象。首先，劳动力市场继续放缓，美国10月份的职位空缺降至两年多来的最低水平。此外，如右图所示，美国消费者的消费能力也持续走弱。

Brands Catering to Upper Middle Class Are Struggling

Change in consumer spending (YoY) for selected high-end retail brands, 3-month rolling averages.

▲ YoY sales, 3-month rolling average ▲ YoY sales, observed



Source: Bloomberg Second Measure

以上数据表明，美国人在节假日购物季前已经开始缩减开支。据彭博社报道，“包括Apple, Coach, Nordstrom在内的一系列目标客户为中上阶层消费者的品牌销售额出现了两年来的最大下滑¹”。

这一点尤其值得关注。尽管一定程度的需求降温正是美联储希望实现的，即“软着陆”（轻度衰退），但任何更为显著的恶化都将引来更多人认同“硬着陆”（深度衰退）。延续我们拉锯战的比喻，在胜负见分晓前，我们不能排除“硬着陆”的情形将会再度浮出水面。

对投资者而言，这意味着投资组合需要足够稳健，做到既能参与市场上涨，又拥有足够的韧性抵御市场下跌。这正是我们布局定位于稳定主题的投资的用意所在；这样，我们的投资者才能在市场大幅调整时保持投资，而不是在市场低位被迫抛售。

¹彭博社：美国正在走向衰退吗？看看富裕的美国人在黑色星期五都买了些什么

寻求收益率

选择适合自身的“投资回报率”

在目前市场环境下，投资者拥有充分的投资机会，任何类型的投资者都能够找到适合自己的投资：

无风险回报

我们在短时间内并不会切换回零利率时代，这对投资者来说其实是件好事。在低利率时代寻求收益相当困难，即使是现金投资也不是安全的选择：当利率较低，资金成本较低时，现金投资收益不高，但波动却很大，去年的投资者想必对此深有体会。如今，情况已经发生转变；在高利率环境下，**现金投资重新崭露头角，为投资者带来着个位数的回报，而无需承担过多风险。**

现金可以保值，但保的仅仅只是面值。在新加坡通胀率为4.70%*的情况下，现金收益几乎跟不上不断上涨的通胀水平。许多人会发现，他们衣食住行价格的涨幅实际上超过了官方的通胀率。

市场波动下的高收益投资

高利率导致许多人急于套现，以获取一些固定收益。然而，也有少数投资者看到了比现金投资收益更高的机会。

霍华德·马克斯在一次访谈中提到，“由于过去一年半发生的市场变化，如今投资者可以从信贷市场中取得与股票投资相当的回报”。我们对此表示认同，并且我们在全球范围内的市场中都看到了这一点。

新兴市场高收益债券的收益率超过10%。尽管近年来新兴市场债券经历了相当大程度的波动，但事实上，最艰难的时期已经过去，未来的上行空间广阔，投资者也无需对潜在下行而感到担忧，未来该市场跌幅有限。截至今年11月，新兴市场高收益债券在今年取得了逾10%的收益，而同期市场大热的投资级债券的回报率仅为2.6%。

在上个月的时评中，我们提到如今发达市场的公司债比低利率时期更具吸引力，但投资者仍需保持谨慎，不要盲目买入发达市场高收益债券。

投资者应当谨慎投资于那些信用状况不佳的公司：在低利率时代，即便是那些信用较低的公司也能够以较低的资金成本融资，然而在高利率环境下，这些公司若需要重新融资，很可能无法按时还款带来违约风险。我们并不看好此类资产，尽管它们估值低，但由于其基本面不佳，我们预计该市场短期内将会受挫。

我们正致力于寻找既能提供高收益，又能抵御潜在违约潮的市场机会，投资者可以积极关注我们的投资动向。

低市场波动的高收益投资

另类收益市场并非近来才有的新型投资，只是往往不为大多数投资者所关注。如今，人们可以从另类收益市场（如保险连接型市场）中获得高于10%的收益，并且无需承担流动性风险或私募相关的风险。

投资者可根据自己的偏好和风险承受能力，从下表中挑选适合自己的投资机会：

*来源：新加坡统计局，数据截至2023年10月

新兴市场高收益债券：彭博新兴市场高收益债券总回报指数，投资级债券：彭博全球债券综合指数

投资类别	优势	劣势
无风险回报，如国债、货币市场基金	有限的个位数回报，有把握能够安全收回投资	收益有限，实际购买力受损
高市场波动的高收益投资，如高收益债券	高于无风险回报5-8%的高收益水平，有效提升投资者的实际购买力	需要承担一定的市场波动和潜在违约损失
低市场波动的高收益投资，如另类投资	从与传统市场关联度较低的市场中取得高于10%的收益	仅限具有一定规模的投资者购买，普通投资者投资受限

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。

资产配置策略



股票

美国 ●●●●●●● 美国小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益；**医疗保健股**盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小

欧洲 ●●●●●●● 由于价值已经转化为了过去一年的强劲表现，风险/回报率降低。随着全球增长放缓，盈利可能不及预期

日本 ●●●●●●● 维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力

除日本外亚太市场 ●●●●●●● 由于去杠杆化周期已经结束，我们重仓**中国A股**，信贷环境和经济活动的改善也将逐渐对其形成有利支撑

新兴市场 ●●●●●●● 维持中性，因为其估值对发达市场具吸引力，但企业盈利稍欠稳定

固定收益

全球 ●●●●●●● 偏好汇率对冲全球主权债券和无限限制信贷，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动

投资级债券 ●●●●●●● 维持零配置，其过低的增量收益率相比其他板块并不吸引

美国高收益债券 ●●●●●●● 维持零配置，估值相对较差

亚洲债券 ●●●●●●● 固定收益主要市场中收益率最具吸引力的板块之一，仍存在资本增值空间且基本面更优

新兴市场债券 ●●●●●●● 短期硬通货在控制新兴市场货币的同时专注于信贷回报

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	9.28	17.16	8.19	8.22
美国	9.13	20.79	11.80	9.72
欧洲	9.83	14.19	4.79	6.90
日本	7.73	13.63	5.04	4.92
亚太区 (日本除外)	7.44	2.59	3.34	7.42
新兴市场	8.01	6.01	2.49	7.36

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	9.61	2.93	5.30	9.57
巴西	15.30	24.62	1.41	6.87
中国A股	0.37	-10.58	4.26	8.49
中国H股	0.15	-9.57	-3.05	5.46
中国香港	0.04	-10.70	0.04	5.14
印度	4.82	10.65	10.62	12.00
印度尼西亚	7.46	7.07	4.82	12.46
韩国	15.67	10.80	2.00	7.51
马来西亚	3.01	-4.55	-2.41	5.92
俄罗斯	2.35	25.64	3.74	8.37
新加坡	3.16	-0.60	2.86	7.35
中国台湾	12.88	25.30	10.96	10.12
泰国	2.39	-16.37	2.22	8.30

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	11.29	9.33	4.71	2.11
能源股	-1.00	-1.34	3.77	9.07
科技股	13.69	47.33	18.63	12.26
医疗保健股	5.77	-0.18	9.19	9.31
金融股	10.92	6.40	9.66	4.71

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	5.04	1.50	-0.09	2.35
对冲全球投资级债券	3.44	3.83	2.04	3.30
高收益债券	4.77	9.50	3.81	6.32
亚洲债券	3.91	4.12	2.97	2.83
新兴市场债券	5.30	4.69	2.64	5.68

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	2.42	0.17	-0.63	1.28
欧元兑美元	2.96	1.71	-2.19	-0.48
日元兑美元	2.35	-11.52	-3.63	-1.50

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	2.65	11.64	4.97	8.50
石油	-6.25	-5.36	-1.97	4.68

截至2023年11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。