

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

在上个月的投资市场，股票无疑占据了中心地位。尽管市场普遍持谨慎保守态度，预测降息可能并非迫在眉睫，导致大多数固定收益资产表现中规中矩，但亚洲高收益债券却在其股票市场的震荡中脱颖而出，实现了可观的收益。

当下，政府债券发挥了核心作用，提供着双重功能：它们不仅为投资者提供了稳定的收益来源，同时也作为高风险资产波动的关键缓冲屏障。在当前的市场情况下，追求高收益的投资者可以从传统市场以及另类市场中找到多年难遇的良机。

尽管降息的具体时点尚不明朗，但降息的整体趋势已趋于明确。这预示着投资者可能会逐步从货币市场基金中撤资，以应对回报下滑的影响和债券及信贷市场回报率提高的牵引力。这样的推拉效应将引导资金流向能够锁定更优回报的固定收益资产，为投资者未来的收益增长开辟新的途径。

最近的市场数据持续显示出经济复苏的韧性与活力，去年开始的经济软着陆过程正在有序展开。在这样的宏观背景下，小盘股和欧洲股市等资产类别受益显著。然而，我们必须认识到，经济软着陆的道路并非总是笔直坦途；市场对利率调整的预期可能会导致短期内的市场波动。随着美国总统大选日益临近，这一政治事件无疑将吸引投资者的高度关注。历史趋势显示，无论哪个政党执政，市场从长期来看都会呈现出上涨的趋势，这也突显了将注意力从短期的政治动态转向更宏观的市场趋势的重要性。

在我们的资产配置策略中，我们对中国市场的投资进行了战略性调整，减少了投资比例，同时积极寻求越南等市场更为时宜的投资机遇。这些市场已经开始展现其投资潜力，例如越南市场近期取得的亮眼表现。虽然我们减持了中国市场的投资，但我们仍对中国市场的长期增长前景持乐观态度，尽管这一前景的实现时点尚存不确定。在当前市场剧烈波动的背景下，我们坚信，在未来的投资旅途中将出现更多有利的投资机遇，时间最终会为审慎分析、耐心等待的投资者带来丰厚的回报。

## 市场回顾

在上个月的投资市场，股票无疑占据了中心地位。尽管面临股市的波动，亚洲高收益信贷市场却以其强劲的收益率表现而备受瞩目。在本章节中，我们将聚焦于1月份重要市场动态，并分享我们的洞察和思考。

**美国x科技x“科技七巨头”**：当前，美国股市与科技领域的融合日益紧密，特别是由于“科技七巨头”占据了标普500指数中市值最大的10家公司之中的7席。1月份，标普500指数实现了1.68%的上涨，主要受到其中6家“科技七巨头”公司第四季度销售业绩超预期的积极影响。

**超越市场预期确实能推动股价上升，但这也意味着每一次成功之后，市场的期望值也会相应提升。**高盛在其最新研究报告中指出，“科技七巨头”以及标普500指数的未来表现，将依赖于这些公司是否能在本年度维持其快速增长的势头。当前的市场预期显示，“科技七巨头”的增长速度将达到标普500指数中其余493家公司的四倍。

对于那一家未能满足市场预期的“科技七巨头”成员，其股价反应是鲜明的——特斯拉在1月份的股价下跌了25%，明确体现了当公司业绩未达到预期时，市场的严酷反应。超出预期或许会获得肯定的点头，但未达预期则将遭受重创。在这种市场反应高度不对称的背景下，投资者应谨慎规避自己投资组合中的过度风险暴露。

至于小盘股，其3.89%的下跌初看可能强差人意。然而，置于2023年末不到两个月里小盘股23%的急剧上涨的大背景下，这次的回落则显得相对温和。更关键的是，目前经济软着陆的环境对小盘股来说通常是有利的。

在我们2023年的投资回顾中，我们指出中国经济复苏的步伐并没有达到预期。因此，我们将继续谨慎地观察中国市场，以战略性的时机进行投资。面对中国市场持续的低迷情绪，我们策略性地减少了在中国的投资配置。尽管市场普遍预期中国春节前股市会有所回升，但中国股市在1月份却出人意料地下跌了6%。我们的这一策略调整并不意味着我们对中国市场失去了信心。与此同时，“科技七巨头”的总市值现已超越整个中国市场的市值，不容小觑。

在我们审视未来五年或十年的投资趋势时，长期投资者的机遇愈发明显。

我们近期纳入投资组合的越南市场，在上个月实现了2.51%的增长，此亮眼的成绩显示我们对越南市场的配置有效地实现了投资组合的多元化。在后续章节中，我们将更深入地探讨越南及其他市场的动向。

固定收益投资者对今年的收益率和信贷市场的预期普遍倾向于中等至较高个位数。然而，1月份这两个市场的表现却中规中矩。这现象主要是由于市场对于降息可能性的预期较为保守，导致了价格的波动。鉴于这样的情况，我们是否可以预见固定收益市场将会出现持续的平稳回报？

在固定收益的投资中，稳健的收益率始终是长期回报的关键驱动因素，即便这种收益可能会因市场的中期波动而受到暂时的影响。鉴于此，我们应当认识到，短期的市场表现并不总是预示着未来的走势，尤其是当这些短期表现受到价格波动影响时。回顾过去一年的固定收益市场，从投资级债券到高收益债券，投资者经历了4.5%至9.6%的回报率，这样的波动在固定收益领域是十五年来罕见的。

亚洲高收益债券在1月脱颖而出，表现出色，实现了2.62%的显著回升。在过去三个月中，亚洲高收益债券累计上涨了大约10.17%。这种增长在一定程度上弥补了之前未达到预期的收益。这一实例强调了“固定”收益一词的局限性；收益虽然终将随着时间实现，但其路径并非笔直无阻。近期市场的走势表明，亚洲高收益债券市场正在积极搜寻机遇，以在未来期间赶上并弥补之前的预期差距。

债券：小盘股：罗素2000，越南：越南胡志明指数，亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益多元化信贷总回报指数



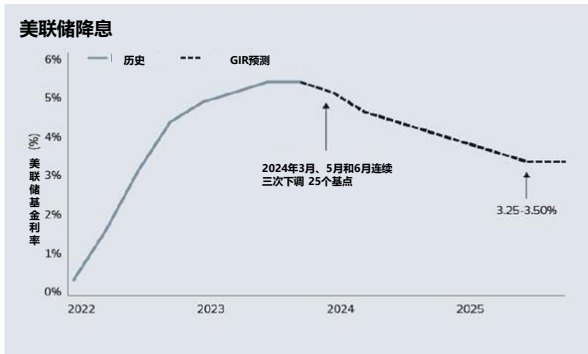
## 债券重振旗鼓

近期债券市场展现出了令人瞩目的反弹势头。其中，政府债券发挥了核心作用，提供着双重功能：它们不仅为投资者提供了稳定的收益来源，同时也作为高风险资产波动的关键缓冲屏障。对追求更高收益率的投资者来说，信贷市场提供了一条通过持有债券获取利息收入的有效路径。

### 如何应对利率波动

投资者老生常谈的问题：“利率何时会下调？”听起来是个合理的询问。然而现实是，尽管今年利率可能会有所下调，但准确预测具体时间点无异于猜谜——最好情况只是一项棘手的挑战，最坏的情况则可能是徒劳无益的追求。

高盛最新的分析预测指出（见下图），美联储有可能从今年3月起，逐步实行降息政策，预计全年降息五次，累计降幅或达到1.25%。尽管如此，近期的市场数据反映出经济复苏的势头远强于先前预测，给利率市场注入了不小的波动，并对近期市场趋势产生了不可忽视的影响。在这样的市场环境下，美联储的政策韧性指向了更为审慎的降息步骤，尽管这可能意味着降息的具体时间将有所延后。对于那些企图精确预测具体降息时点的投资者来说，市场复杂多变的环境无疑加剧了预测的难度。



来源：GS GIR 和高盛集团资产管理公司，2024年1月12日

专家们的分析是否存在偏差？事实上，这些预测是高盛基于目前可获得的信息构建的。然而，现实世界的动态变化万千，随时会有新的发展出现，影响预期事件的具体发生时间。投资者默认这些预测能够一一兑现，但却忽略了途中可能发生的意外事件。因此，相较于询问利率何时降低，探询利率最终将达到的水平，无疑是一个更具前瞻性和实用性的问题。

美联储的核心目标是维持2%的通胀率。在当前5.5%的利率水平下，美联储已成功遏制了通胀率的上升势头，甚至实现了放缓。鉴于当前的市场情势，适度的降息似乎成为了一种必要，以防经济过度降温。未来的利率可能会出现约1.25%的整体下调，具体幅度或高或低，但降息的整体趋势已趋于明确。俗话说，投资的智慧在于聚焦最终成果，而非途中的波折。

这一转变将如何重塑市场格局？

首先，那些在利率上行期间将资金转投货币市场基金的投资者，将很快面临回报率的下落。对于那些能够应对短期市场波动的投资者来说，现在是时候考虑增配政府和企业债券等长期资产。这类资产不仅提供了锁定较高收益率的可能性，而且在未来利率下降时，还存在资本增值的机会。

### 收益投资机遇

在我们的投资策略中，亚洲高收益债券始终是关注的重点。因此，近期针对恒大集团清算的公告自然引起了我们的注意。

虽然清算这一词可能会引发投资者的不安情绪，但实际上，这标志着债务重组进程正在积极向前推进。在这一过程中，亚洲高收益债券市场的反弹反映了信贷市场对房地产行业重评估后的乐观预期。值得注意的是，我们的投资组合保持着动态调整的特性。如今亚洲高收益市场逐渐减少了对房地产的过度依赖，同时保持着其作为收益来源的潜力。

在过去的一年中，追求另类收益的投资者不仅实现了两位数的回报率，而且相较于传统资产投资者所承受的波动显著较小。目前，另类收入的收益率仍维持在多年来的高点，这预示着在未来一年，我们有望继续享受不受传统股票和债券市场波动影响的优厚回报。



# 股市：经济实现软着陆，重回复苏之路

**股市传来振奋人心的好消息：最新市场数据持续展现出经济复苏的韧性与活力。**

近期周末公布的非农就业数据报告（NFP）显示出稳健的就业增长，与其他经济指标保持同步，这进一步证实了美国经济的强劲态势，并有效降低了经济衰退的可能性。具体而言，失业率平稳维持在3.7%，同期工资持续增长。制造业也呈现反弹迹象，采购经理指数（PMI）在过去九个月中首次位于扩张区间。通过对各项经济指标的综合分析，可以观察到美国经济正稳步复苏，有序实现软着陆。

**然而，为何在1月份并未见到广泛的市场反弹？**相反，定位于“软着陆”主题的美国小盘股在过去一个月中呈现出休整态势。但不可忽视的是，随着2023年底经济软着陆逐渐成为市场共识，这类股票在短短两个月内已经实现了23%的强劲反弹。这种情况表明，短期内市场情绪过于高涨时（恐惧与贪婪指数已达“极度贪婪”），一次小幅回调将有益于积蓄力量，以迈向下一个新高。

与此同时，欧洲股市在2023年底的最后两个月也实现了15%的增长，尽管在1月份其表现同样有所回落。此外，基本面也显示出良好迹象：市场情绪普遍向好，预示着未来几个月经济活动将呈上升趋势。历史经验表明，这种趋势通常预示着欧洲市场即将迎来新一轮上涨。但值得注意的是，市场前行之路并非总是坦途。

**迈向经济软着陆的旅途远非直线般的高速公路那样平坦无碍。**1月份的市场行情可谓“过犹不及，物极必反”。消费者信心的持续增强反而引发了市场对于利率下调速度可能不及预期的担忧。正如“一波未平，一波又起”所述，实现目标的道路总是充满挑战。这启示我们经济复苏的进程往往呈现为稳步向前，但偶尔也需应对暂时的挫折。

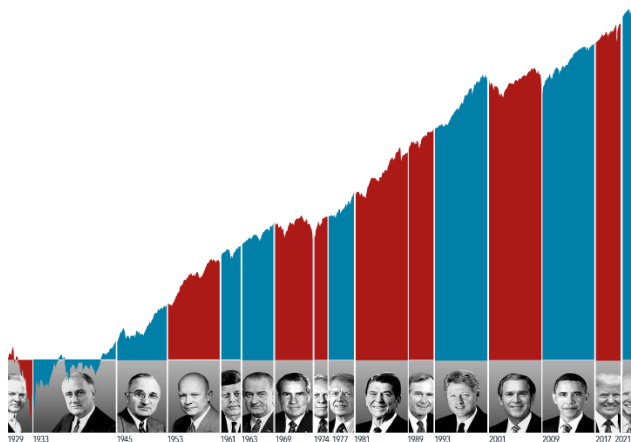
**定位于复苏主题的投资前景将如何展开？**让我们通过回顾以下当前市场的两大关键驱动力来回答这一命题：

- **利率动向：**中央银行，包括美联储和欧洲央行，已经释放出明确信号，表明利率或已触顶或即将下调。无论是哪种情况，这种变化都预示着对小盘股等定位于复苏主题的仓位的利好。
- **经济增长趋势：**在既不会出现经济衰退也不会因高速增长而导致进一步加息的环境中，我们偏好的低估值复苏主题投资将取得亮眼表演。当前经济的温和增长显示我们正处于一个理想的软着陆情景之中，这对于投资者而言无疑是一个利好。

过去一个月的市场动态提醒我们，不应让市场的短期波动扰乱我们的投资策略，而应更加专注于能为投资者带来长期回报的强劲基本面。面对当前即将实现的软着陆情境，我们专注于捕捉最佳投资机遇，确保资产平稳增值。

考虑到今年下半年美国总统大选即将举行，这一提醒显得更加重要。美国大选逐渐成为投资者的关注焦点并不令人意外，因为随着大选日的临近，相关的新闻报道和社交媒体讨论日益频繁（甚至趋向极端）。

在这样的关键时刻，向历史寻求指引至关重要。通过梳理近百年的数据，我们可以为投资者提供一定程度的安心；因为这些数据揭示了一个明确的模式：不论哪位领导人入主白宫，市场往往会呈现出上涨的趋势。此一规律反映在以下图表中：



来源：Dimensional



## 股市：新兴市场崭露投资机遇

中国市场长期以来一直是全球投资者的关注焦点，尽管有迹象显示最艰难的时期已经过去，但不稳定的监管环境和缓慢的复苏进程仍然让投资者感到不安。当前，围绕中国市场的恐慌情绪已攀至顶峰，且在过去的一个月中，市场依然未能扭转下行趋势。

鉴于中国的市场情况，我们在年初时作出了减持的决策，以减轻近期市场波动对投资组合的影响（详见上月市场时评，其中我们阐述了对中国市场的看法）。目前，我们保持相对较低的敞口，旨在为投资者限制潜在的下行风险，同时在市场复苏时捕捉优质的增长机会。

**虽然我们已经开始对投资组合进行了调整，以便抓住更为时宜的投资机遇，我们仍对中国市场的长期增长前景持乐观态度，尽管这一前景的实现时点尚存不确定。**当下中国仍为全球经济增长的核心引擎，所以我们会持续密切关注市场动态，以识别并利用更优的交易机会。

1月份市场发生了什么？自2024年伊始，尽管中国人民银行意外降低了存款准备金率，且多个一线城市的房地产政策略有放宽，但截至2月1日，中国沪深300指数仍然出现了大约6%的下跌。

这一现象背后的逻辑何在？简而言之，可以用“雪球产品”来解释。

此处的“雪球”并非指寒冬中的娱乐活动，而是指在中国市场广受欢迎的一种理财产品，它承诺通过股市获得稳定收益。然而，这种承诺似乎与股市的本质存在矛盾，因为当股市表现不佳时，所谓的稳定收益很可能转变为资本损失。讽刺的是，投资者对短期收益和快速回报的渴望，恰恰引发了他们最为忌惮的结果：巨大的长期资本损耗。

对于中国的长期投资者而言，近期的市场波动不应成为过度担忧的源头，因为其并非无迹可寻：

- 当前的抛售行为似乎更多体现了“技术层面”的因素，即投资者对市场固有波动的接受度不足，导致被迫平仓。
- 在真正的市场高压情境下，信贷市场往往会与股票市场同步下跌。然而，中国的信贷市场并未展现出恐慌迹象，反而在全球各类资产中表现尤为强劲。

**虽然单个月的数据并不能定义长期趋势，但我们近期持有的越南股票表现十分亮眼，令人振奋。**越南市场凭借其独特的经济发展轨迹，在1月份实现了2.5%的增长，成为为数不多的实现稳健增长的市场之一。其卓越表现得益于越南市场富有吸引力的估值及经济活动的积极发展，这些因素共同推动了企业盈利的显著反弹，同时也标志着我们正处在长期增长轨道的起始点。

**1月份另一个表现亮眼的市场是日本，一个我们过去鲜少涉足的区域。**我们一直将日本视为潜在的增长机会，但对该市场近期的挑战保持谨慎观望态度。尽管去年日本市场实现了显著增长，但现估值水平已不具吸引力。另外，日元走强的潜在风险也值得关注，因为日本股市往往在本币升值时面临下跌压力。日元贬值是去年及最近一个月日本市场表现强劲的关键因素之一。实际上，日元是2023年及2024年初表现最弱的主要货币之一。鉴于日元目前处于数十年低点，我们可能更倾向于前往日本度假，而非大规模投资其金融市场。

日元对美元汇率已达数十年来低水平

显著偏离了其购买力平价价值



# 我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题	
<h3>定位经济复苏</h3> <p>随着利率紧缩周期的结束和经济软着陆成为当前的市场共识，被低估的市场板块迎来了主导经济复苏的绝佳时机。我们仍然偏好那些具有强劲复苏潜力的优质细分市场。</p>	<p>美国小盘股</p> <p>欧洲股票</p>
<h3>新兴市场崭露投资机遇</h3> <p>金融市场的运作，如自然界季节变换一样，遵循着自己的周期性规律。长达十余年的货币宽松时代悄然结束，投资者如今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，专注于那些受自身独特经济轨迹推动、估值具有吸引力的高增长市场。</p>	<p>中国A股</p> <p>新兴市场股票, 越南股票</p>
<h3>经济周期末期的稳定性</h3> <p>与过去十年相比，利率仍处于相对较高的水平。但仍有迹象表明，经济和企业正在积极适应结构的转变，例如劳动力市场紧缺和增长放缓。如今处在经济周期末期的市场态势下，当市场出现意外波动时，优质投资将在投资组合中发挥着重要的稳定作用。</p>	<p>医疗保健股</p> <p>政府债券和投资级债券</p>
<h3>寻求收益率</h3> <p>在较高利率水平以及美联储利率紧缩周期结束的情况下，债券应成为投资者密切关注的焦点。在高收益率的市场建仓，有助于为其剧烈波动性提供良好的缓冲。</p>	<p>亚洲高收益债券</p> <p>短久期新兴市场债券</p>

# 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



经济严重衰退的可能性较小，欧洲顺周期工业基础将从经济复苏中受益

### 日本



维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力。日元走强对日本股票价值构成风险，股票估值也显得相对不那么具有吸引力。

### 除日本外亚太市场



由于去杠杆化周期已经结束，我们继续少量增持中国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



偏好高增长、估值具吸引力的市场，如越南

## 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，采取杠铃策略，结合政府债券和高收益信贷

### 美国高收益债券



由于仍处在经济周期末期，维持零配置，估值相对较差，且存在违约风险

### 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	0.61	0.61	9.01	8.08
美国	1.68	1.68	12.60	9.68
欧洲	-0.47	-0.47	5.43	6.66
日本	3.75	3.75	6.23	4.94
亚太区（日本 除外）	-4.79	-4.79	3.98	6.85
新兴市场	-4.64	-4.64	3.22	6.75

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-2.36	-2.36	6.82	9.57
巴西	-6.30	-6.30	2.76	6.43
中国A股	-7.17	-7.17	4.36	7.40
中国H股	-10.04	-10.04	-2.71	3.89
中国香港	-9.25	-9.25	-0.10	4.25
印度	-0.38	-0.38	11.60	11.67
印度尼西亚	-3.09	-3.09	4.89	11.33
韩国	-8.96	-8.96	2.24	6.74
马来西亚	0.97	0.97	-1.78	5.79
俄罗斯	3.92	3.92	4.90	7.64
新加坡	-4.04	-4.04	3.76	6.99
中国台湾	-2.44	-2.44	11.46	9.59
泰国	-6.98	-6.98	3.12	7.70
越南	2.51	2.51	8.65	9.04

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	-9.83	-9.83	3.11	1.64
能源股	-0.38	-0.38	4.07	8.27
科技股	4.03	4.03	19.43	12.31
医疗保健股	2.72	2.72	9.78	9.28
金融股	3.04	3.04	10.74	4.73

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	-1.38	-1.38	0.13	2.31
对冲全球投资级债券	-0.20	-0.20	2.25	3.38
高收益债券	-0.16	-0.16	4.07	6.33
亚洲债券	0.00	0.00	3.25	2.99
新兴市场债券	-0.56	-0.56	3.00	5.69

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	-1.49	-1.49	-0.48	1.19
欧元兑美元	-2.16	-2.16	-2.21	-0.68
日元兑美元	-4.14	-4.14	-3.60	-1.66

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-1.14	-1.14	5.06	8.45
石油	5.86	5.86	-2.48	4.24

截至2023年12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布, 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。