

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

"历史业绩并不预示未来表现。"

虽然常言如此说道，但适当分析历史表现仍能为我们预测未来提供宝贵的洞察。以2023年2月为例，尽管面临利率上涨的挑战，但由于长期增长前景的明显好转，小盘股仍然展现了卓越的表现。同样，欧洲的顺周期板块强劲上涨，验证了我们的观点：经济数据正逐步走出低谷，展现出积极改善迹象。

在社交媒体等因素影响下，市场噪音愈发显著。在这样的市场状况下，更加需要投资者专注于那些长期回报的驱动因素，屏蔽掉短期的干扰声音。

2023年，市场估值的提升部分原因在于投资者为持有股票愿意支付更高的费用，这一现象反映了对2024年收益前景的乐观预期。进入2024年，基本面将变得尤为关键，那些收入或盈利超出预期的公司将会享受到更高股价的显著奖励，而那些业绩不佳的公司则将遭受市场的严峻审视。在这样的市场环境下，投资者应专注于具备盈利增长潜力与合理利润空间的细分市场策略，以捕捉投资机会实现资产平稳增值。

多元化分散投资通常被视为降低集中风险的防御策略。热门ETF在美股及科技板块的显著重叠引发了所谓的“伪分散化”，而非实质性的风险分散化。历史经验表明，在如美国“失去的十年”期间，向不同细分市场（例如小盘股或新兴市场）进行分散化投资可以实现更加优异的回报。有效的分散投资策略需聚焦于识别那些具备高增长潜力及吸引力估值的市场，以此来降低在宽泛市场低回报期的风险。

在固定收益方面，虽然货币市场基金（MMF）吸引了大量资金流入，但值得注意的是，即使在收益率上升的情况下，投资者对MMF的配置调整反应相对滞后。在利率达到高点时，一些投资者迅速撤出MMF，若他们继而转投其他收益资产类别，则有可能享受到更高的回报。随着收益驱动资金流向变化，更多的MMF投资者可能会开始转投其他领域，为那些已经布局于其他收益机会的投资者提供资本增值和收入回报的潜力。

市场回顾

在金融领域，我们常见这样一则声明：“历史业绩并不预示未来表现”。这一声明的存在，部分原因是为了警示投资者不应单纯依据过往业绩作出投资决策，因为这种做法曾导致投资者遭受损失。尽管如此，**通过精细的分析，历史表现确实能为我们提供宝贵的见解，帮助我们从未来的市场动态中获益。**

在下图中，黄色阴影区域标注了在2月份表现优于标普500指数的板块。尽管我们不提倡仅根据单月表现作出长远结论，但若将此数据与2023年末市场反弹的表现结合分析，可以提供对于货币宽松时代结束后市场预期的洞见。

图中红框标识的市场在2月份及2023年末的反弹期间均表现出色，特别是小盘股（如罗素2000指数）在这两个时间段内均有显著表现。有趣的是，2月份小盘股的表现受到了强劲的CPI数据推动的利率上升的影响，而在2023年末的反弹中，利率因通胀战争显露胜利曙光而下调。这种“不一致”的现象揭示了一个观点：尽管短期内利率变化对小盘股的表现有影响，但从长期视角看，利率并非其主要驱动因素。相反，小盘股增长预期的改善才是更为持久的驱动力。

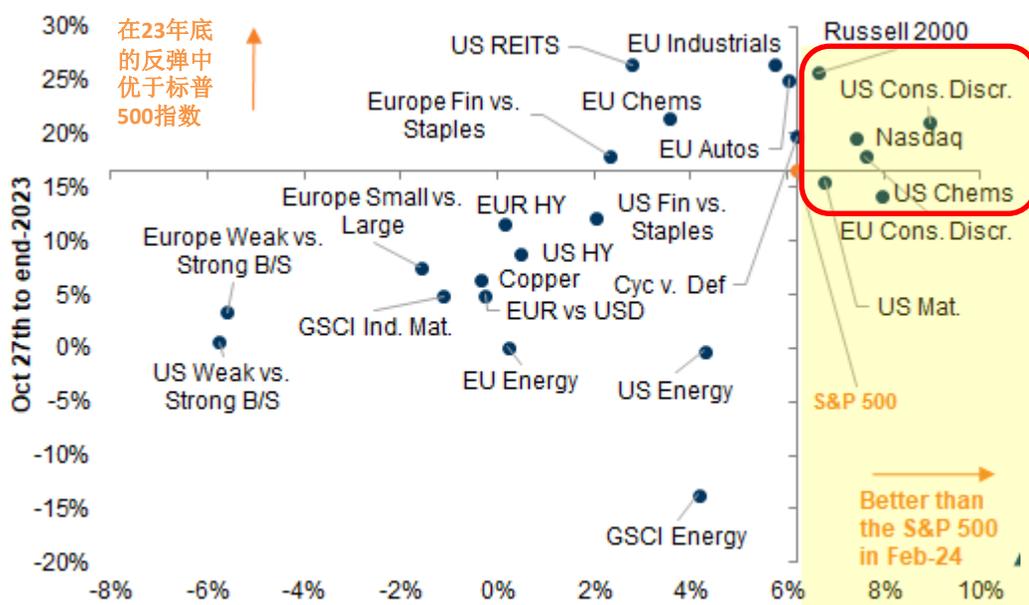
在欧洲，对经济周期较敏感的行业近期表现出色，进一步证实了我们的看法：欧洲市场将从当前经济数据的波动中获益。

这强调了一个核心原则，即对于所有投资者来说，**关注那些长期驱动资产回报的关键因素比以往任何时候都更加重要。**在社交媒体普及的今天，投资者频繁地受到各种市场动向解读的冲击，这些即时的解读在当下看似合理，但在更广阔的视角下往往是不准确的。

越南市场的涨幅达到了7.61%，超过了标普指数，但这一市场并不属于高盛研究的范畴。尽管越南市场具有显著的投资价值，对于大部分投资者而言，它仍未被纳入他们的投资组合。这意味着，**那些勇于探索常规市场基准之外的投资者，能够捕捉更多潜在的优质投资机遇。**

在固定收益的领域里，一个现象尤为明显：收益率越高，其潜在的回报也越大。同期，亚洲高收益债券持续超越趋势的表现，证明了即使面对负面情绪，那些价值被低估的市场也能够于逆境中实现上涨。

越南：越南胡志明指数



2024年2月市场表现

先行把握收益增长机遇

利率对投资者行为的影响

近期，货币市场基金（MMF）吸引了大量的资金流入，这一现象在当前的经济环境中并不令人意外。这背后的逻辑非常直接：在收益率低于1%的情况下，投资者对货币市场基金的需求相对较低。然而，一旦收益率升至4%以上，货币市场基金则成为投资者的重要选择。这种投资行为非常合理，并且符合中央银行的期望。中央银行通过调整利率，期望投资者作出相应的反应，以此为手段从金融系统中调控流动性。

投资者行为的滞后性...

尽管在货币市场基金中重新配置资产是一个明显的决策，但投资者迟缓的实际行动却令人惊讶。以图表揭示了2022年利率上升的情况下，资金流动实际上耗费了超过两年的时间来适应这一变化。

...预计这种滞后性将持续存在

正如美国投资公司协会（ICI）所观察到的那样，货币市场基金继续吸引散户投资者的资金，这进一步证明了投资行为滞后于市场变化的现象。

散户投资者对货币市场基金5%的收益率极为青睐，并将越来越多的资金投入其中

投资者调整配置，货币市场基金资金外流

在货币市场基金吸引了巨额资金流入的背景下，一个并不显眼的现象值得关注：2023年10月18日，货币市场基金经历了有史以来最大的单周资金外流*。

*资料来源：《金融时报》，“货币市场基金在创纪录的资金流入年后出现漏洞”

此次资金外流正值利率高峰期，回顾过去，任何将资金从货币市场基金转移至其他固定收益类别的投资者，显然都将获得相当可观的收益。

下表显示了自2023年10月18日最大单周资金流出以来至2024年2月29日，各类收益市场的表现。在这短短四个多月的时间里，它们所实现的回报率相当不俗。

货币市场基金	发达市场投资级债券	发达市场高收益债券	新兴市场投资级债券	新兴市场高收益债券
1.96%	7.78%	10.35%	9.81%	13.54%

投资行为受到回报率影响

尽管货币市场基金中仍然保有大量资金，但随着越来越多的投资者开始认识到货币市场基金与其他收益型资产之间的业绩差异，他们逐渐选择将货币市场基金中的资金撤出，转而寻求其他收益类资产以期获得更高的回报。

我们预期，投资收益的大部分回报来源于固定收益市场；然而，我们同样欢迎通过资本增值获得任何额外回报。这是因为，随着其他投资者进入市场，寻求类似的机遇，资产价格的上升为投资者提供了利润实现的机会。

来源：彭博社：MMF：先锋联邦货币市场基金，DM IG：彭博全球综合企业指数，DM HY：彭博全球高收益指数，EM IG：彭博新兴市场硬通货综合指数，EM HY：彭博新兴市场高收益总回报指数数值





基本面管理

长期投资回报的成果，归根结底，依赖于两个核心要素：估值与基本面。采纳这种投资视角，能让投资者确信，无论市场如何波动，他们都得以站在正确的一边。

显著提升的估值支撑了2023年的市场：

在过去的一年中，全球股市之所以能够实现反弹，关键在于估值水平的上升。简而言之，投资者对于持有股票表现出了更高的支付意愿。截至2023年底，市场对股票的估价达到了21倍收益，相比之下，年初时仅为17倍。这一变化不仅反映了投资者对未来收益潜力的乐观预期，也突显了市场情绪在这一年中的显著转变。

顺带一提，期待估值能够无限期地持续上涨过于异想天开。正如下图所示，历史经验告诉我们，随着时间的推移，估值通常会趋向回归其长期平均“公允价值”。

为何投资者愿意承担溢价？在2023年，这一问题尤为显著，因为该年度经历了利率高企和经济增长放缓的不确定性，全球股票的增长也几乎陷入停滞。

展望2024年，**向好的基本面预期**成为了关键：

从逻辑上讲，投资者愿意支付更高价格的前提是，他们预期未来的盈利状况将会有所改善。实际上，这正是市场参与者所期待的。作为案例，**摩根大通的股票研究部门预计，在经济复苏的背景下，2024年的盈利增长率将达到10%**。这种预期反映了一种信心，即便当前的市场环境充满挑战，投资者仍然看好未来的收益潜力。

全球股票估值：过去20年的市盈率



正因如此，今年的市场极有可能“用数据说话”。那些收入或盈利超出预期的公司将会享受到更高股价的显著奖励，而那些业绩不佳的公司则将遭受市场的严峻审视。

英伟达，作为当前人工智能领域的佼佼者，其股票估值之所以居高不下，主要得益于其盈利的快速增长。这家公司已经取得强劲的盈利表现，我们并不否认其价值；只要英伟达能够持续达到或超过日益上升的盈利预期，其股价便有望继续实现优异表现。然而，历史上不乏因未能满足极高预期而遭遇重挫的案例。以思科系统公司（Cisco Systems）为例，该公司在网络时代的股价一度暴跌89.2%，并且直到24年后的今天，股价仍未恢复至其最高点。这一事实凸显了投资者必须面对并愿意接受的风险。在这样的市场状况下，我们正密切评估该领域内能呈现出更优秀风险与回报比的投资机会，以灵活捕捉并实现资产平稳增值。

在过去一个月中，市场反弹的积极信号已经扩散至超出人工智能领域。尽管当前仍处于高利率环境，但多数公司仍成功达到了盈利预期。特别值得注意的是，美国小盘股在2月份实现了5.7%的增长，过去三个月累计增长达到14%。鉴于投资者对小盘股的预期相对较低，这为我们提供了在“显著表现”还未广为人知之前进入市场的机遇。

展望今年下半年，股票市场的入场门槛预计将会上升。虽然我们无法预测市场的每一个起伏，但通过聚焦于那些具有较高安全边际和盈利增长潜力的复苏主题板块，我们有信心能够顺利达成我们的投资目标。在这一过程中，审慎选择和战略布局将是关键。



股市：新兴市场崭露投资机遇

多元化分散投资策略通常被视为一种有效的**防御机制**；通过将资金分布到市场的多个不同领域，旨在降低单一投资带来的过度风险。这一概念可以用一句老话概括：“不要将所有鸡蛋放在同一个篮子里”。

多元化“多惨化”

下图展示了三只交易所交易基金（ETF）的前五大持仓，这些基金分别专注于不同的市场领域：1. 全球股票；2. 标普500指数；3. 以科技为主导的纳斯达克市场。考虑到这些基金的广泛受欢迎程度，当前投资者的组合中同时拥有其中两只或三只ETF并不罕见。

	全球股票 'ACWI'	标普500指数 'SPY'	纳斯达克 'QQQ'
1.	微软	微软	微软
2.	苹果	苹果	苹果
3.	英伟达	英伟达	英伟达
4.	亚马逊	亚马逊	亚马逊
5.	Meta	Meta	Meta
总计	14.7%	24.3%	32.7%

来源：“ACWI”、“SPY”、“QQQ”ETF，截至2024年3月4日

分散投资到底是多元化还是“多惨化”？

与通过赌场的老虎机赢取大奖的刺激不同，投资中的“三连胜”并非值得庆祝的事情。这是因为，仅仅集中投资于少数几家公司，且这些公司在美国和科技行业的投资过度集中，实际上意味着投资者在这两个领域承担了较大的风险。在这三只基金中分配资金，最多能提供一种心理上的安慰，而非真正的风险分散。

虽然美股和科技行业的强劲表现可能会持续，且这种集中投资策略在短期内可能会获益，但关键在于，投资者必须清醒地认识到这样的投资组合所暴露的风险，并自问是否愿意将所有投资集中于这样的赌注上。

分散投资策略不仅用以防范重大损失的风险，同时也被视为一种**进攻性战略**。其通过投资于多个细分市场，实现潜在的收益增长。

在2000年至2008年美国股市“失去的十年”时期，采用分散投资策略的投资者，特别是那些将投资扩展到小型股或新兴市场股票的人，不仅成功规避了其负面影响，而且还实现了强劲的复合增长。



历史显示，高估值常常导致长期的收益低迷期。鉴于当前市场普遍面临高估值问题（如前文所述），若过去十年的卓越表现在未来无法延续，那么被动型投资者可能会感到沮丧。在这种情境下，现在正是投资者在其投资组合中实施更加有意识的分散化战略的理想时机。

正确实施多元化分散投资的关键是什么？

我们推荐的首选策略是寻求高增长的新兴市场机会，这些机会往往由各自独特的经济发展路径和政策环境所驱动。另外，与广泛的发达市场相比，新兴市场的估值通常更具吸引力，使得它们在当前环境下尤为突出。

股市	10年期平均估值	当前估值
全球股市 (被动型指数)	18.6	20.1
越南	16.7	16.2
中国A股	14.9	12.8

多元化分散投资常被称为投资领域中唯一“免费的午餐”：它能够在不损害预期回报的前提下，有效降低遭遇不利结果的风险。

我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题

定位经济复苏

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。

美国小盘股

欧洲股票

新兴市场崭露投资机遇

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。

中国A股

新兴市场股票, 越南股票

经济周期末期的稳定性

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。

医疗保健股

政府债券和投资级债券

寻求收益率

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。

亚洲高收益债券

新兴市场债券

美国高收益债券

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	4.33	4.97	8.96	8.21
美国	5.34	7.11	12.68	9.89
欧洲	1.53	1.05	4.81	6.57
日本	2.37	6.21	6.54	5.06
亚太区 (日本 除外)	4.50	-0.50	3.97	6.89
新兴市场	4.78	-0.08	3.38	6.76

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-0.56	-2.91	5.99	9.28
巴西	0.23	-6.09	2.55	6.43
中国A股	9.05	1.23	5.53	7.58
中国H股	9.16	-1.80	-1.93	3.81
中国香港	6.48	-3.37	0.16	4.34
印度	1.29	0.91	11.28	11.76
印度尼西亚	1.80	-1.34	4.08	11.36
韩国	5.61	-3.85	2.59	6.85
马来西亚	2.24	3.23	-1.96	5.53
俄罗斯	-0.17	3.75	5.16	7.25
新加坡	-0.69	-4.70	3.34	6.87
中国台湾	4.98	2.43	11.76	9.53
泰国	-0.16	-7.12	2.51	7.56
越南	6.63	9.30	8.79	8.34

板块	MTD	YTD	10Y	20Y
黄金股	-6.10	-15.33	1.45	1.32
能源股	3.18	2.79	3.89	8.20
科技股	6.18	10.46	19.58	12.78
医疗保健股	2.28	5.06	9.28	9.36
金融股	4.16	7.32	10.85	4.81

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	-1.26	-2.62	-0.13	2.22
对冲全球投资级债券	-0.69	-0.88	2.13	3.29
高收益债券	0.23	0.07	3.86	6.36
亚洲债券	-0.52	-0.52	3.05	2.97
新兴市场债券	0.38	-0.19	2.80	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	-0.36	-1.89	-0.60	1.17
欧元兑美元	-0.12	-2.12	-2.42	-0.72
日元兑美元	-2.03	-5.95	-3.80	-1.58

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	0.23	-0.91	4.42	8.55
石油	3.18	9.23	-2.67	3.94

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售, 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。