

# 想他人之所不想 得他人之所不得

## 月度投资时评

### 要点概述

今年第一季度的表现泾渭分明。1月份投资者厌恶风险情绪高涨，2月份则出现逆转，市场开始上涨，原因在于稳健的经济和乐观的企业盈利状况提振投资者情绪。这一环境有利于风险资产，新兴市场高收益债券、新兴市场股票和美国小盘股等涨幅扩大。尤其是亚洲高收益债券，再次印证了三十年河东三十年河西的说法，曾经表现糟糕的资产，现在却在市场上取得亮眼表现。

这种今非昔比的转变能否延续下去？事实上，这一轮涨势得益于经济数据的支撑。就目前而言，制造业采购经理指数显示，经济活动进入景气区间，即经济似乎重新开始扩张。鉴于整体经济步履铿锵，投资者的目光不再囿于熟悉的超级大盘股，而是在新的细分市场中寻求提高收益的机会。

美国股票这样的市场确实非常受欢迎，但投资者不应因此而忽略其他迅速崛起的潜力市场。由于经济和市场都站在十字路口，现在正是进行多元化分散投资的恰当时机。我们正在谨慎选择新兴市场涌现的一些投资机遇，它们估值坚实，基本面强韧且预期合理，有望带来意想不到的回报。

对于固定收益投资者而言：现金回报或许高于往年，可从长期来看却无法战胜通胀。随着利率达到顶峰且必然趋于下行，现金的吸引力终将消散。转战信贷市场，追求潜在高回报的投资者，已然在近期愈战愈勇的市场表现中尝到了甜头。

从现状来看，2024年有望实现更可观的回报。目前市况并不明朗，且呈现龙头股洗牌的迹象，因此不局限于公认热门领涨股的投资者，或许能够灵活地捕捉市场新阶段中的增长机遇。



## 市场回顾

第一季度的表现呈现泾渭分明之势。市场在动荡中迎来今年的第一个月。投资者厌恶风险情绪并没有持续太久，企业丰厚的盈利使投资者此前的担忧一扫而光，于是市场从2月份开始反弹。

这一环境有利于风险资产，2月份多个市场领涨，其中新兴市场高收益债券、新兴市场股票和美国小盘股等市场涨幅扩大。

新兴市场高收益债券走势并非一帆风顺，但总体上没有引发投资者的抱怨。新兴市场高收益债券在动荡的1月期间力保不失，且在接下来的两个月内上涨5%。涨幅高于年初的收益率，因为投资者对新兴市场越来越有信心，为已配置该资产的投资者带来了资本收益。

今年迄今为止，亚洲高收益债券表现出色，不仅1月表现坚挺，且在今年年初取得强劲开局后，这一季度涨幅超过6%。这确实给人一种风水轮流转的感觉。

**是什么导致了市场方向发生变化？涨势能否延续？**对任何投资者来说这是重要的问题，而对我们的投资者来说或许更加重要。

简而言之，由于我们所说的“数据支撑市场表现回暖”，近期涨势很有可能会持续下去。

市场上有这样一种说法，“基本面信息往往滞后于价格波动”。2月反弹开始，随后数据显示，经济在结束自2022年以来的收缩之后，重新开始扩张。从以下制造业采购经理指数数据图表可见，经济数据在3月份进入扩张区间（超过50）。

既然基本面信息滞后于价格波动，那为何还要研究基本面呢？一个值得玩味的现象是，当采购经理指数高于50时，市场反弹往往具有持续性。提醒一句，基本面改善是市场回报的重要驱动因素之一。因此，经济由收缩转入扩张阶段，为市场反弹提供支撑。

更重要的是，**这一转折可为市场止跌反弹创造条件**。在经济处于收缩期内，且加息的影响尚未明朗之时，投资者心怀忐忑，纷纷出手买入为数不多的超级大盘股。

经济数据回升意味着其他板块也可能受益，因为稍感安心的投资者将开始在超级大盘股以外的领域寻找投资机会，整体经济增长将带动投资收益提升，从而惠及市场的其他板块。

\*来源：彭博社。新兴市场高收益债券：彭博新兴市场高收益债券，亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数

### 制造业采购经理指数运行情况



来源：彭博社。美国供应管理协会（ISM）制造业采购经理

本文包含的信息：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）指数保证其准确性、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。



## 现金垃圾论并不适用，但...

...“现金为王”也未能奏效。  
坐拥大量现金的投资者面临着诸多挑战。

尽管现金回报处于近年最高水平，但许多投资者发现，现金回报无法抵消日常价格上涨，更不用说满足教育和医疗支出等现代生活需求了。更有甚者，**利率已达到峰值，预计将会下降，这意味着日后现金回报会更低。**

**现金的防御属性逊于债券。**一些投资者或许对这一说法持有异议，因为他们或许还记得2022年时现金的优异表现，而当时债券未能发挥太多分散风险的作用。可2022年与当下有一个主要不同点——宏观环境。当时，各大央行将利率维持在低位，债券不具备防御属性。如今，利率较高且央行都在考虑降息。这意味着债券投资者可以获得票息收入，再加上利率下降时，资本可能会增值。因此，在当前环境下，作为防御手段，配置债券比配置现金更为有利。

**投资者囤积大量黄金。**以下图表显示了近年来投资者如何大批涌入货币市场基金，可谓是现金“堆积如山”。这举动有一定合理性，毕竟利率一度持续攀升。然而随着利率达到峰值，现金回报开始显露乏力迹象，持有大量现金的投资者终将转向其他资产。

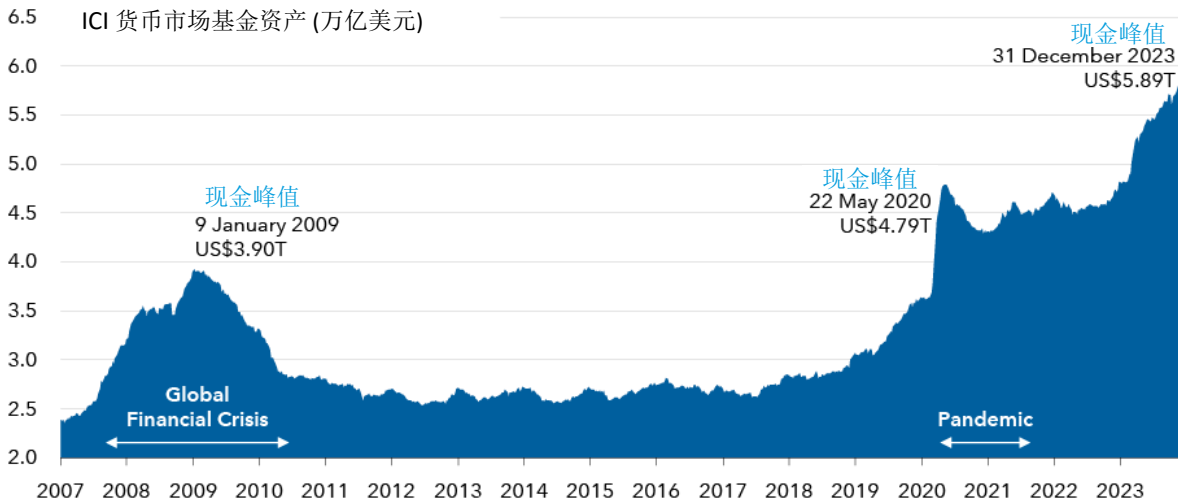
他们将何去何从？  
一些灵活变通的投资者可能会转为投资股票，从板块轮动中获取回报。但对众多现金投资者来说，其资金最自然的流动路径是进入信贷市场，因为该市场与货币市场基金可谓“异曲同工”。

在市场回顾部分，我们阐述了投资者如何利用票息收入和资本增值在今年的信贷市场中实现了可观回报。各类固定收益资产过去6个月的表现如下表所示。

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
2.41%	9.14%	12.08%	11.70%	16.71%

现金投资者将会在未来某个时候开始留意固定收益的表现及资产回报之间的差距，进而考虑调整配置。好消息是，当前宏观环境有利于信贷市场日后提供稳定的收益率。我们必须提醒投资者，信贷市场并非没有风险。但对于手头现金充足的投资者来说，他们或许面对的是另一种风险，即现金恐将成为沉重的负担。

来源：彭博社。货币市场基金：先锋联邦货币市场基金，发达市场投资级债券：彭博全球综合企业指数，发达市场高收益债券：彭博全球高收益指数，新兴市场投资级债券：彭博新兴市场硬通货综合指数，新兴市场高收益债券：2023年10月18日至2024年3月31日的彭博新兴市场高收益总回报指数。



来源：彭博社、Capital Group、美国投资公司协会 (ICI)

本文包含的信息：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。



## 重新聚焦基本面

在2023年的大部分时间里，市况让投资者忐忑不安，因为他们要消化利率走高和经济放缓的影响。即便如此，他们还不至于到惶恐地退出股市的地步。于是，他们便一窝蜂地冲向少数超级大盘股。

这样一来，超级大盘股以估值重估为主要手段，实现了强劲回报。换言之，投资者愿意为持有相同的股票而“支付更多费用”。摩根大通研究显示，估值扩大在2023年贡献了标普500指数三分之二以上的收益。

我们总是说，估值和基本面是市场回报的两大基本驱动因素。那么有人可能会问：“让估值重估为我实现大部分的回报，有何不妥？”其实，问题的关键在于，估值重估所带来的回报有赖于基本面的支撑。

下图显示，从长期来看，股票投资回报中估值贡献的占比为一半。这意味着基本面贡献必须在某个时候“赶上”估值贡献，或估值重估带来的收益必然会下降。

\*来源：摩根大通，《二季度市场指南》（Guide to the Markets 2Q）

市面上对于超级大盘股能否实现盈利的疑虑与日俱增。摩根士丹利首席投资官不久前表示：“考虑到2024年和2025年的盈利预测在这段时间内几乎没有变化，很难仅根据基本面来证明指数水平估值较高的合理性。”

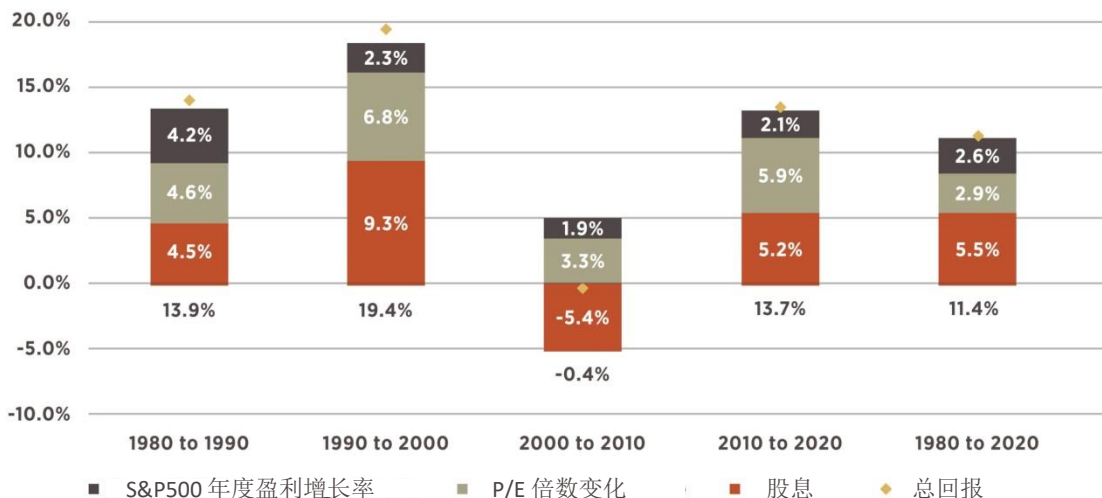
不妨以特斯拉为例。没有人真的会把它与“科技七巨头”等量齐观。由于销售额逊于预期，特斯拉第一季度股价下跌30%。因此，2024年市场将“看重业绩”，盈利高于预期的企业将股价上涨，而业绩令人失望的企业则会股价下跌。

那么，高于预期的收入或盈利来自何处？

最新经济指标和不断扩大的市场宽度表明风险胃纳回升，收益增长预期改善。在这种情况下，对增长势头转变高度敏感并经营杠杆较高的顺周期板块（如小盘股）往往会受益。在这类细分市场中，鉴于目前预期值非常低，企业收入或盈利反弹往往事半功倍，可进一步提升股价涨幅。

<https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/wall-street-bears-say-stock-rally-will-end-if-profits-underwhelm>

S&P500 回报的组成部分



Source: Bloomberg. Measured from 10/3 of each year.



## 新兴市场崭露头角投资机遇

标普500指数无疑是近年来最受欢迎的市场和投资指标。跟踪标普500指数的交易所交易基金（ETF）“SPY”是全球最大的ETF，规模接近5,000亿美元。

美国经济发展轨迹是许多投资者关注的重点和焦点，这并不让人感到意外。其中的道理很简单，毕竟很多投资组合会受其影响。但无论美国经济是软着陆还是硬着陆，美联储是否在6月、7月或年底降息，目前正是考虑多元化分散投资的合适时机。美国市场估值处于历史高位，领先于世界其他地区，支持以下观点：

国际：市盈率折扣与美国相比

MSCI全球除美指数 vs S&P500, 未来12个月



Source: FactSet, MSCI, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Guide to the Markets – U.S. Data are as of March 31, 2024.

这种情况并不一定意味着如今美国不值得投资——它仍然是我们投资组合的重要组成部分，但却意味着投资者至少应该开始投资于新兴市场上崭露头角，未来有望取得出色表现的投资机遇。我们不妨将其视为一种用于确保未来几年能够实现回报的对冲机制。

“新兴市场崭露头角投资机遇”可能会成为投资者未来最重要的焦点主题之一。以追踪美国股指的指数化投资、数千亿美元资产管理规模著称的先锋领航（Vanguard）也敦促投资者考虑美国以外地区的分散投资<sup>1</sup>。先锋领航的研究还显示，在其大多数的模拟测试中，未来10年国际股市的收益将高于美国股市。

<sup>1</sup>先锋领航：国际股票配置的理由。

现如今，我们正在亚洲和新兴市场股票中发掘崭露头角的投资机遇。这两种资产可提供多元化分散投资的绝佳机遇，他们脱颖而出的原因是（1）相对和绝对估值都颇具吸引力，（2）长期经济增长前景一片光明，该地区与发达国家的经济发展和政策相关性较低，以及（3）可营造优越环境，使企业即使面对宏观逆境（即通胀高企、高利率），依然能长期展现出强大的韧性。

当然，新兴市场崭露头角投资机遇主题可能会面临较多不确定因素。以目前正处于十字路口的中国为例：是否已经否极泰来？还是将要承受更大的下行压力？因此，投资者持观望态度，静观中国如何解答这些经济难题，多数人提前做最坏的打算。投资者对美国市场的态度与之形成鲜明对比，他们盼望出现最好的结果。

说到“看重业绩”……

有经验的投资者会说：“业绩数据没有好坏之分，只有高于或低于预期之别。”既然市场对中国和越南等颇具潜力的新兴市场投资机遇抱有非常务实的预期，那么只要这些国家的经济指标持续改善，投资者就有机会获得回报。



# 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

### 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



-- 减持



- 少量减持



= 维持中性



+ 少量增持



++ 增持

## 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	3.19	8.32	9.24	8.41
美国	3.22	10.55	12.94	10.15
欧洲	4.14	5.23	5.34	6.98
日本	3.44	9.86	6.98	4.51
亚太区（日本除外）	2.60	2.08	4.06	7.06
新兴市场	2.50	2.41	3.32	6.83

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	3.88	0.86	5.95	9.43
巴西	-1.42	-7.42	1.37	6.24
中国A股	0.14	1.37	5.83	7.45
中国A股	2.39	0.55	-1.89	4.27
中国香港	0.68	-2.72	0.49	4.83
印度	1.01	1.93	10.39	11.69
印度尼西亚	-0.10	-1.44	3.54	11.61
韩国	3.52	-0.46	2.85	6.92
马来西亚	1.07	4.34	-2.00	5.43
俄罗斯	1.10	4.89	5.64	6.84
新加坡	2.63	-2.19	3.25	7.05
中国台湾	5.94	8.51	12.20	9.99
泰国	-0.37	-7.47	1.98	8.02
越南	1.97	11.46	8.89	8.10

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	19.61	1.27	4.22	2.23
能源股	10.60	13.69	4.69	8.78
科技股	1.71	12.35	19.80	12.98
医疗保健股	2.47	7.66	9.73	9.65
金融股	4.77	12.45	11.01	5.10

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	0.55	-2.08	-0.07	2.19
对冲全球投资级债券	0.90	0.01	2.21	3.31
高收益债券	1.20	1.27	3.97	6.40
亚洲债券	0.81	0.28	3.08	3.01
新兴市场	1.72	1.53	2.90	5.65

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	-0.27	-2.15	-0.70	1.09
欧元兑美元	-0.14	-2.26	-2.41	-0.66
日元兑美元	-0.91	-6.81	-3.75	-1.85

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	9.08	8.09	5.67	8.62
石油	6.27	16.08	-1.98	4.31

截至2024年3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。  
删删删

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。删删删

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。删删删

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。

删删删

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。删删删

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。