

想他人之所不想 得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

随着经济韧性提振投资者信心，股票回升，因此第一季度市场表现强劲，但4月份却经历颠簸起伏。数据显示，通胀粘性强于预期，重燃市场对美联储可能维持利率水平，甚至加息的担忧，继而引发股市快速回调，凸显出利率将如何在短期内继续影响金融市场。

尽管通货膨胀挥之不去，但不可忽视的是，家庭财务状况仍然良好，实际工资保持正增长。简而言之，至少目前经济仍平稳运行。这为全球投资者提供了丰富的机会，毕竟各式各样的市场蕴藏着巨大潜力。

过去一个月，短期市场情绪像一台影响股价波动的“投票机”，阻碍企业盈利发挥“称重机”作用。从本财报季可见，美国企业业绩普遍超出预期。企业盈利呈上升趋势且宏观经济指标持续改善，为市场继续走高提供有力支撑。

值得注意的是，过去数月中国股市悄然攀升，在利率担忧萦绕不休的情况下，一直在追赶全球市场。尽管地缘政治问题持续发酵，但强有力的政策支持和日益活跃的生产活动预示着日后该市场有望带来更多收益。显然，新兴市场崭露头角的投资机遇的独特增长动力能为我们的投资组合有效分散风险并提供韧性。

对于固定收益投资者来说：作出投资决策时，押注利率不如锁定高收益率。押注利率的投资者受挫，因为投资级债券收益率下跌1.6%，高收益债券市场则上涨2.0%。具有讽刺意味的是，“更优质”的投资级债券面临着更高的利率风险，但收益率较低，使得高收益债券成为眼下颇具吸引力的投资选项。

当高利率和坚实基本面展开持续的拉锯战时，既关注实现回报的重要推动因素，又能谨慎管理风险的投资者，最终有望获得更可观的收益。

市场回顾

经济韧性提振投资者信心，股票随之爬升，因此第一季度市场表现相对稳定，而4月份正值坏消息也可能是好消息的时刻，市场进入新一轮波动。

4月份公布的通胀数据比预期强劲，再次激发市场不安情绪，认为美联储不仅不会按预期降息，甚至可能会加息。不过，从实际情况来看，引起这种后果的并不是通胀飙升，而是通胀停滞，没能按照预期快速下降。

这导致12个月期债券收益率上升0.2%。虽然幅度相当温和，但依然为市场抛售第一季度录得涨幅的股票提供了充分的理由。图表中最右侧阴影区显示，4月期间股市波动幅度较大，出现大幅回撤。需要注意的是：

- 这类情况并不罕见，仅在过去一年中，就曾出现两次类似的起伏
- 股票往往会在市场剧烈震荡后上扬

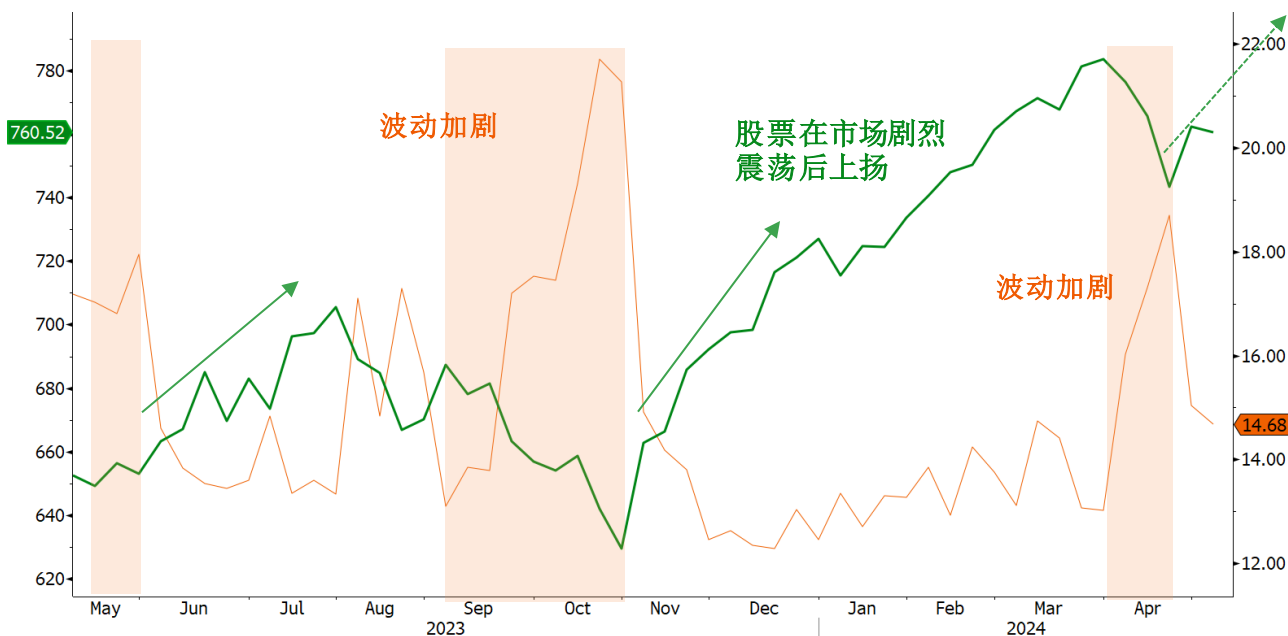
事实上，利率是导致当前金融市场波动的主要因素。正如我们要在下一节所讨论的，对于试图驾驭利率升降的投资者来说，今年的经历恐怕会惊心动魄。

切忌只看通货膨胀数据。通胀率之所以居高不下，是因为经济保持韧性。求过于供时，价格必然上涨。

我们可以进一步解释说，制造业采购经理指数、美国LEI（领先经济指数）等经济指标显示出积极迹象，表明经济能够抵御持续的通胀，但普罗大众最关心的还是自己的承受能力。

尽管近年出现通货膨胀，但工资涨幅超过通胀率，即实际工资增长为正数。这表明，虽然人们抱怨物价上涨，但家庭基本财务状况良好。（抱怨物价上涨，却对加工资绝口不提，这不是人之常情吗？）

纵然市场处于历史高位，但只要全球投资者审时度势、灵活应变，就会发现资产配置所带来的机会，比以往任何时候更加令人兴奋。市场中离散度较高，这意味着，对于目光独到的投资者来说，随着市场情绪改善和经济增长预期上调，大量投资机遇将会涌现。



来源：彭博社。美国私人非农业就业人员经季节调整的平均每小时薪金；未经季节调整的美国居民消费价格指数



高利率环境下企业盈利超预期

5月1日，美联储宣布将基准利率目标区间维持在5.25%至5.5%不变，符合市场普遍预期。这是美联储连续第六次会议按兵不动。在过去一个月里，看似居高不下的通胀，重燃市场对利率将长期维持较高水平（甚至上行）的担忧，继而在4月份引起市场新一轮波动。

自2023年10月底以来市场几乎呈直线上升，由于许多投资者对这种情况安之若素，近期跌市引起一些焦虑情绪亦在意料之中。

在这样的时期，有必要重新审视下图，并提醒自己市场不可能一直像直线般高歌猛进。如图所示（当前回撤幅度为5%），4月份的跌幅完全处于投资者可预期的“正常”波动范围内，市场往往会在此时进行整固，为后续屡创新高蓄力。

“短期内，市场是台投票机；在长期内，市场表现得像台称重机。”投资者应该持有走势可预测程度高、能实现年度正收益的“称重机”，而非配置变化无常、导致年内收益下跌的“投票机”。因此，2024年的重要投资主题之一是企业盈利增速回升。往期市场时评曾言道，今年市场将“看重业绩”，而在过去一个月，基本面复苏进一步证实我们所言非虚。

随着美国财报季的来临，企业财报普遍显示盈利增长高于预期。虽然财经新闻头条更热衷于大篇幅报道科技公司的盈利情况，但是实际上各个市场板块的业绩皆明显改善。

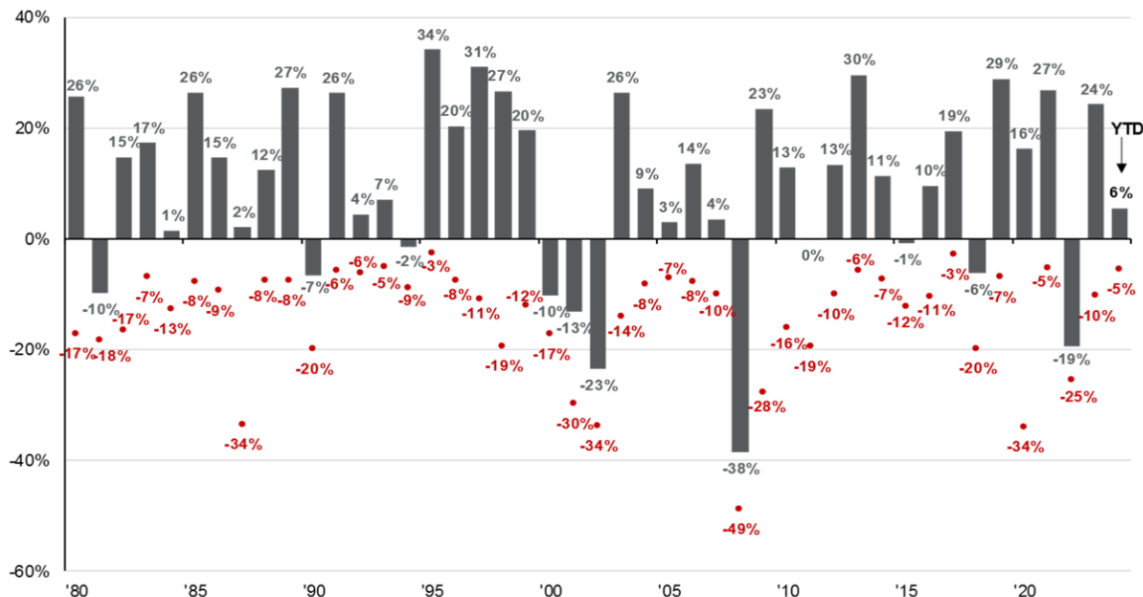
例如，医疗保健业九成以上的公司业绩超出预期，该板块表现出类拔萃。总而言之，宏观经济环境将有所改善（例如采购经理指数回升），有利于企业盈利增长。预计此积极形势将在2024年持续为股市提供支撑，我们会继续配置小盘股等有望受惠于这种环境的市场。

欧元区加速走出衰退，但通胀粘性依然较大

- 该地区主要经济体今年一季度经济增速均超出预测值
- 4月份通胀率为2.4%，与上一期相同，符合预期

在4月份出现抛售潮之时，欧洲股市表现领先（-1.87%，全球股市收益率录得-3.26%）。这种情况并非偶然，而是因为随着领先指标回升向好，今年早些时候起笼罩市场的不安情绪逐渐消散。由于欧洲经济企稳，且欧洲央行在开启降息周期方面态度比美联储积极，因此欧洲企业的盈利预期也稳步提升，反映出较为乐观的发展前景。业绩预期自然也水涨船高。

尽管年内市场平均下行14.2%，但大多数时候年度回报率为正数



来源: 摩根资产管理

新兴市场崭露投资机遇

虽然在相当长一段时间内处于低迷状态，但中国股市正迎来持久的反弹。这次逆风翻盘并未吸引投资者蜂拥而至，与2023年初因预期中国经济活动会在疫情后重新开放（最终未能实现）而对中国股市热情高涨的情形截然不同。

自1月份触底以来，中国股市表现强劲，快速拉近与全球股市的距离。有人说，最强劲的表现出现之际，任何人都没有察觉，这种情况看起来和现在一模一样。

| | 1月 | 2月至4月 |
|------|-------|--------|
| 中国A股 | -7.1% | +11.1% |
| 全球股票 | +1.2% | +3.7% |

来源：彭博社、沪深300指数、ACWI

重要的是，2月至4月中国市场表现强势的同时，投资者对美国利率上升感到担忧，导致其他主要市场震荡。这体现出多元化分散投资的突出优势，且彰显了新兴市场崭露投资机遇所独有的增长动力。

不出所料，中国股市强劲反弹后，投资者的兴趣升温，例如[瑞银最近将中国股票评级上调至“增持”](#)。

不过，我们还远没有到害怕错过行情（FOMO）的地步。高盛指出，基金投资组合中中国资产的配置比例仍处于历史低位。简而言之，**大多数投资者目前并未充分涉足于中国市场，这也是我们的中国股票持仓将在更多资金流入时进一步走高的另一个原因。**

还有哪些其他因素在推高中国市场表现？是否可能持续发挥作用？除了仍处于历史低位的估值外，还包括强有力的政策支持，例如国有资本运营公司进场买入ETF产品以及出台提振经济和市场的措施。

经济活动景气水平持续回升，4月份生产活动继续处于扩张区间。

基本面的确在缓步回暖，但与此同时，种种风险挥之不去。企业盈利增长情况依然喜忧参半，地缘政治局势持续紧张。

风险永无休止，尤其是在走向复苏的初期阶段。但至少前进路径是明确的，因为经济复苏预计将促进企业基本面的改善。同时，我们投资于估值合理和基本面良好的公司，并在此过程中始终有效分散投资组合的风险。

另一个新兴市场崭露投资机遇是越南股市，对于该国股市与其他主要市场而言，4月是一个动荡的月份。

过去数月，越南政坛高层频传重大人事变动。3月份国家主席（象征性职位）辞职，4月份国会主席辞职，这可能令投资者感到有些担忧。我们请教当地专家，他们表示不必感到忧虑；事实上，领导人辞职是越南执政党处理最高层腐败问题的一部分。尽管如此，我们仍在密切关注该国事态发展，并会在出现重要的事态发展时提供最新信息。

如前文所述，我们针对越南“市场称重机”进行了类似的配置：

据越南本土资产管理公司Dragon Capital称，2024年第一季度“越南GDP创下近五年来最快的第一季度增速，外国直接投资同比增长13.4%，出口比2023年第一季度增长17%”，说明与其他新兴经济体相比，越南优势突出，而且已成为“中国+1”战略的主要受益者。



锁定高收益率，而非押注利率

前文提到，货币宽松时代结束后，环境变得更有利于债券投资者，前提是我们要摆正方向，从合适的来源获取回报。

倘若投资者专注于从高收益率环境中获取收益，他们通常能够如愿以偿。然而，倘若他们一门心思押注利率走向，今年的经历恐怕惊心动魄。

例如，全球高收益债券市场今年迄今上涨2.0%，而全球投资级债券则下跌1.6%。投资级债券的表现逊于高收益债券，这听起来有悖常理，但一如既往，问题的关键在于，要深入了解配置这些资产所涉及的风险。

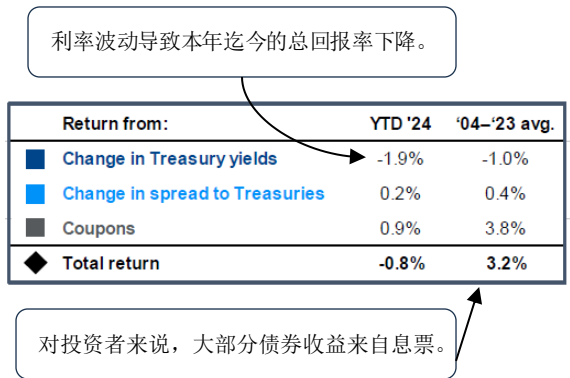
投资级债券期限以长期为主，原因是投资者更愿意向“更优质”的公司提供较长期的贷款。同理，投资级债券风险较低，因此发行这类债券的公司为投资者带来的收益也较低。下表显示，与高收益债券投资者相比，投资级债券投资者预期收益较低，同时要承担更多的利率（久期）风险。

| 债券市场 | 收益率 | 久期 |
|---------|-------|------|
| 投资级债券 | 4.06% | 6.60 |
| 全球高收益债券 | 8.46% | 4.08 |

来源：彭博社 投资级债券：彭博全球综合企业指数，全球高收益债券：彭博全球高收益指数，截至2024年4月30日。

自全球金融危机以来，债券市场最易受意外经济事件影响。正是因为这个原因，每次通胀数据出炉，国债和投资级债券等对利率波动比较敏感的债券市场都会随之而波动。

为此我们需要提醒自己，债券收益的主要来源是息票，并非利率变动，正如摩根大通的研究指出：



可惜的是，媒体更热衷于报道央行动态及其利率政策，这对投资者来说并无助益。毕竟，比起讨论相对无聊的息票，记者讨论金融领域的重磅机构更能吸引眼球。

在投入同等金额的前提下，投资者可以选择从投资级债券中获得较低的收益，或从高收益债券中获得较高的收益。当然，实现这种高收益的“代价”是承受更剧烈的市场波动。归根到底，波动性是一种市场机制，将投资收益分配给能够承受波动的投资者。

我们继续在某些高收益债券市场中获取较高的收益，同时监控潜在风险的动向，这些风险可能促使我们抛售债券。

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。



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

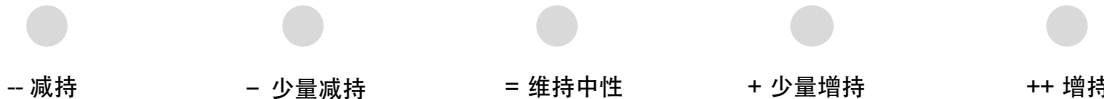
寻求收益率

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

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

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。

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 | -3.26 | 4.79 | 8.78 | 8.36 |
| 美国 | -4.08 | 6.04 | 12.39 | 10.00 |
| 欧洲 | -1.87 | 3.26 | 4.89 | 6.93 |
| 日本 | -4.78 | 4.67 | 6.73 | 4.53 |
| 亚太区（日本除外） | 0.42 | 2.51 | 3.99 | 7.39 |
| 新兴市场 | 0.43 | 2.89 | 3.33 | 7.31 |

| 股票市场 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|-------|-------|--------|-------|-------|
| 澳大利亚 | -3.39 | -2.56 | 5.39 | 9.56 |
| 巴西 | -5.06 | -12.10 | 0.51 | 6.67 |
| 中国A股 | 1.75 | 3.14 | 6.01 | 8.15 |
| 中国H股 | 8.12 | 8.71 | -0.83 | 5.49 |
| 中国香港 | 7.52 | 4.60 | 1.22 | 5.52 |
| 印度 | 1.01 | 2.96 | 10.56 | 11.80 |
| 印度尼西亚 | -3.09 | -4.48 | 3.13 | 11.17 |
| 韩国 | -4.71 | -4.98 | 2.22 | 6.90 |
| 马来西亚 | 1.75 | 6.17 | -1.96 | 5.89 |
| 俄罗斯 | 3.02 | 8.06 | 6.60 | 7.83 |
| 新加坡 | 1.95 | -0.29 | 3.11 | 7.28 |
| 中国台湾 | -1.26 | 7.15 | 12.02 | 10.34 |
| 泰国 | -2.24 | -9.54 | 1.37 | 7.95 |
| 越南 | -7.79 | 2.77 | 8.24 | 7.92 |

| 板块 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 黄金股 | 6.11 | 7.46 | 4.60 | 2.53 |
| 能源股 | -0.76 | 12.82 | 4.09 | 8.65 |
| 科技股 | -5.70 | 5.95 | 19.17 | 13.00 |
| 医疗保健股 | -3.93 | 3.43 | 9.25 | 9.26 |
| 金融股 | -4.18 | 7.75 | 10.71 | 5.13 |

| 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 | -2.52 | -4.55 | -0.44 | 2.25 |
| 对冲全球投资级债券 | -1.61 | -1.60 | 1.97 | 3.30 |
| 高收益债券 | -0.96 | 0.30 | 3.81 | 6.39 |
| 亚洲债券 | -1.57 | -1.30 | 2.84 | 2.93 |
| 新兴市场债券 | -1.65 | -0.14 | 2.61 | 5.84 |

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 | -1.19 | -3.31 | -0.85 | 1.11 |
| 欧元兑美元 | -1.15 | -3.38 | -2.59 | -0.58 |
| 日元兑美元 | -4.09 | -10.62 | -4.25 | -1.77 |

| 大宗商品 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 黄金 | 2.53 | 10.82 | 5.88 | 9.29 |
| 石油 | -1.49 | 14.35 | -1.95 | 4.00 |

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。