

想他人之所不想 得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

四月对市场而言可谓跌宕起伏的一个月。特朗普总统4月2日宣布全面加征关税的举措引发全球市场巨震，标普500指数遭遇二战以来最猛烈的两日暴跌之一，波动率指数VIX突破50大关——这一水平上次出现还是在新冠疫情危机期间。但就在市场动荡伊始，随着特朗普宣布暂停加征关税90天，风险资产迅速收复大部分失地。截至月底，标普500指数仅微跌0.7%，为这个史上波动剧烈的月份画上了看似平静的句点。

当前市场紧张情绪主要源于美国劳动力市场依然坚挺的“硬数据”与基于调查情绪的疲软“软数据”之间日益扩大的鸿沟——多项调查显示企业和消费者对未来数月经济前景的忧虑正在加剧。风险在于，若贸易紧张局势持续，当前强劲的硬数据可能最终会追随恶化的市场情绪。此刻值得提醒投资者：切勿过度依赖情绪化指标进行投资决策。这类软数据波动剧烈，当调查对象——或特朗普总统——改变主意时常常面临修正。至少这些数据暗示我们需要采取更谨慎灵活的策略。

尽管价格剧烈波动，收益仍持续流入。公司债券投资者继续获得票息偿付，过去一个月未见重大企业违约事件。股市分红亦保持稳定，标普500指数成分股中94%的企业维持或提高了股息支付。另类收益投资者也持续获得受市场噪音影响较小的稳定回报。

展望后市，鉴于四月低点以来的强劲反弹，我们仍持谨慎态度。虽然关税暂缓令市场获得喘息，但七月暂停期结束及持续的政策不确定性可能引发新一轮波动。在此不确定环境下，审慎之策是保持投资组合灵活性，避免对单一结果下重注，并为多种情景做好准备。



市场动荡的一个月

2025年4月，金融市场经历了剧烈震荡。特朗普宣布实施对等关税后，风险资产遭遇大规模抛售，市场陷入动荡。

市场反应速度之快前所未有。政策宣布后，标普500指数创下二战以来第五大两日跌幅。与此同时，VIX波动率指数飙升至50上方这一水平仅在2008年全球金融危机和2020年新冠疫情期间出现过。

特朗普宣布90天暂缓期

随着特朗普总统宣布对等关税暂缓90天执行，股市开始恢复平静。市场紧张情绪逐步缓解，四月最终表现并未如最初担忧的那般糟糕，标普500指数仅微跌0.7%。

若仅看收盘数据，可能会误以为这是个相对平静的月份...实则波澜壮阔。我们见证了标普500自2008年10月以来最佳单日表现，也经历了2020年3月以来最惨烈下跌，堪称历史性时期。

哪些资产涨幅最大？

避险资产黄金当月上涨5.3%，实现连续第四个月上涨。年内涨幅已达25.0%，创2006年以来最强开局纪录。

哪些资产跌幅最大？

美元指数连续第二个月成为十国集团中最弱货币，四月下跌4.6%，两个月累计跌幅达7.6%，创2002年6月以来最大跌幅。布伦特原油价格暴跌15.5%至每桶63.1美元，创2021年11月以来最差月度表现，反映市场对贸易放缓拖累全球经济增长的担忧。

Performance	April 25
S&P 500	-0.7%
Gold	5.4%
Magnificent 7	0.6%
US Treasury Bonds	1.1%
Global Bonds	2.9%
USD Dollar Index	-4.6%

Source: Bloomberg

硬数据尚未显示衰退迹象

尽管特朗普的关税推文和疲软的软数据引发了四月市场抛售，但美国硬数据仍展现出经济韧性。以周度初请失业金人数为例，该指标未见恶化，这增强了市场乐观情绪若能在一两个月内达成贸易协议，经济衰退或可避免。

图表显示：硬数据保持韧性之际，软数据意外下行



Source: Goldman Sachs

前景仍存不确定性

尽管四月下旬市场企稳，但股市反弹能否持续仍存在高度不确定性。关键风险包括：七月关税暂缓期即将结束、政策走向持续难测、以及美国国际信誉可能遭受长期损害等潜在威胁。

鉴于近期市场反弹，我们已采取审慎策略——五月初在灵活的多资产组合中增持了下行保护头寸，以应对潜在波动。



2025年4月2日是美国总统唐纳德·特朗普所说的“解放日”

在市场普遍预期特朗普将实施大规模关税的“解放日”到来之前，市场已经感到焦虑不安。当“解放日”终于到来时，市场受到了惊吓——标普500指数（-4.8%）和纳斯达克指数（-5.8%）在全球市场中领跌，这是对新关税公告最初的膝跳反应。

我们之前已经发布了一份关于这一公告细节的[简报](#)。

我们能从最新的关税中恢复过来吗？

自然地，在经历了急剧的下跌之后，一些投资者感到不安。4月3日标普500指数下跌4.8%，使得从高点到低点的跌幅扩大到12.2%，将其推入修正区间。此时，有些人可能还会将最新的关税紧张局势升级外推，并假设最坏的情况。并非轻视当前局势（我们稍后会讨论），但市场在面对波动时展现出了惊人的恢复力——摩根大通的一项研究表明，尽管平均年度内跌幅为14%，但市场通常在年底时仍能保持正值。但这一次情况会如何呢？

Trump Open to Tariff Cuts in Return for ‘Phenomenal’ Offers

特朗普利用关税在谈判中获取让步。按照这一策略的延续：在“解放日”次日，特朗普总统讨论了如果其他国家在谈判中提供“令人惊叹”的东西，就有可能降低关税。假定随着谈判取得进展，市场将摆脱最近几天所见的负面情绪。

当然，这取决于经济能否保持稳定。一些好消息是：目前世界各国的经济仍在增长（尽管增速放缓），企业盈利也总体保持支撑作用。如果（这是一个很大的“如果”）它们能够保持韧性，那么在我们有一个有序的谈判过程且关税最终低于最初提议的情况下，这将为市场提供支撑。

这就是市场恢复牛市的积极情景。另一方面，最新的关税升级也显著增加了负面情景发生的可能性：

- 关税将导致价格上涨。这将引发通胀压力，随着消费者和企业削减支出，经济增长将放缓。在最坏的情况下，可能会引发经济衰退。
- 通胀上升意味着美国联邦储备委员会将难以降低利率以支持经济（和市场），因为他们不想为不断增长的通胀火上浇油。

自今年年初以来，我们已做出战略性调整，以确保我们的投资组合能更好地应对特朗普第二任期可能出现的此类意外冲击：

1. 降低了对因特朗普政策而面临风险的经济敏感型新兴市场的风险敞口，比如越南，相关仓位减少了50%
2. 更倾向于盈利更具支撑性的市场板块，并减少对估值过高的“辉煌七巨头”股票的集中投资，这些股票领跌，从高点到低点的跌幅达24%。
3. 债券市场在股票市场波动剧烈的情况下表现出色。我们投资于高质量债券，如精选的投资级信用债券，这些债券今年以来已上涨超过3%。
4. 在我们的灵活解决方案中，我们运用了保护性策略，如看跌期权，以减少我们的股票风险敞口，同时又不放弃潜在的上行机会。我们还一直将黄金作为战略性对冲工具。

通过良好的多元化投资并避免脆弱的市场板块，我们的投资组合在波动中更具韧性。我们致力于维持一个能够帮助投资者度过这段时期并获得长期回报的投资组合。



特朗普2.0时期的收益

在股票下跌期间，收益市场表现出韧性。

上个月，由于对经济放缓、不断升级的地缘政治紧张局势以及美国政府推出的新关税政策的担忧，股票大幅下跌——这种有毒的组合可能导致通胀上升和增长放缓。不喜欢波动的收益型投资者会高兴地看到，在股票暴跌时，收益市场表现出韧性。

亚洲债券市场表现突出，令人意外。

亚洲债券市场的表现可能会让许多投资者感到意外。尽管全球固定收益市场总体表现良好，但亚洲债券的表现甚至超过了传统上被视为避险资产的全球综合指数。

亚洲高收益债券的表现更为令人印象深刻，其表现超过了全球投资级债券和发达市场高收益债券。对于此前因中国房地产市场过度扩张而受到损害的这一资产类别来说，这标志着一个显著的转折。基本面的改善和违约率的降低帮助亚洲高收益债券重新成为一个有吸引力的收益生成机会。

这种反弹可以归因于几个因素。首先，随着越来越多来自印度和印度尼西亚的发行人进入市场，提供更高的收益率和改善的信用状况，中国房地产市场的风险敞口已经减少。从根本上说，该地区积极的中央银行政策支持了信贷状况并稳定了当地经济。印度储备银行和韩国银行今年早些时候都降低了利率，从而增强了对固定收益资产的需求。而这种需求来自当地投资者。亚洲机构投资者，包括养老基金和保险公司，也增加了配置，进一步提供了稳定性。

预测利率是一项棘手的工作。

在我们之前的评论中，我们讨论了预测利率的难度。3月的情况就证明了这一点：经济数据，如好于预期的采购经理人指数（PMI）读数和强劲的就业数据，引发了市场对各国央行可能加息的猜测。然而，美联储在3月的会议上决定维持利率不变，这让市场感到困惑。

尽管利率在当月内出现了显著波动，但到月末时，10年期国债收益率稳定在4.2%，与2月的收盘价几乎持平。这种不可预测性凸显了专注于收益而非试图预测利率走势的重要性。

专注于收益。

收益型投资者的目标是获得稳定且有吸引力的收益。然而，有许多干扰因素可能会使他们偏离这一目标。更糟糕的是，这些干扰因素往往被看似良好的表现所掩盖，而这些表现并非来自收益资产，而是来自股票和利率的波动。良好的收益投资来自于坚持这一目标，不被这些干扰因素所左右。

在当前环境下，哪些领域可以提供收益呢？全球高收益市场继续提供吸引人的总回报潜力，同时与股票相比，能够减少波动性。话虽如此，高收益债券仍然比投资级债券更不稳定。这就是收益型投资者需要明确自己想要什么的地方：是选择伴随着波动性的更高收益，还是更低的收益？

也许他们不必在两个极端之间做出选择。我们的投资组合旨在通过将具有较强基本面的高收益债券和投资级债券相结合，达到一种深思熟虑的平衡，既提供韧性，又具有可观的收益潜力。



我们如何配置投资？

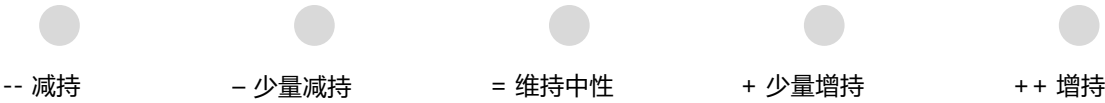
股票 (绿色)

债券 (蓝色)

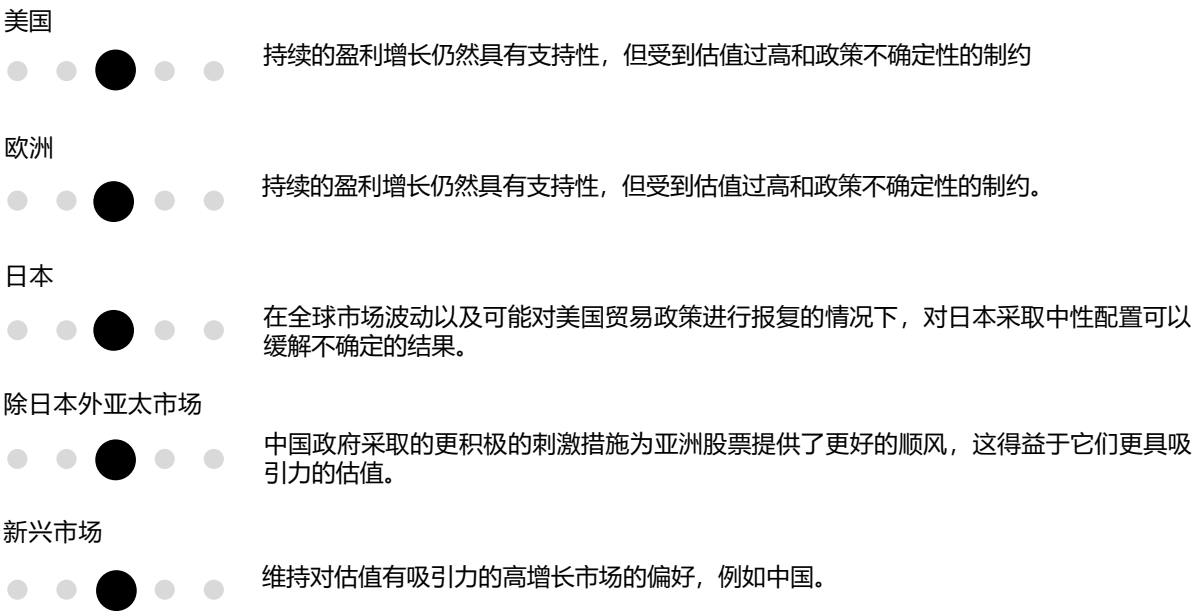
关键主题	配置
在不确定性加剧的情况下保持平衡的方法 鉴于当前市场状况呈现出持续的顺风与不断上升的风险之间的拉锯战，我们采取谨慎的平衡方法。顺风因素包括仍然具有支持性的企业盈利、人工智能驱动的生产力乐观情绪以及具有韧性的美国劳动力市场。然而，不确定性加剧源于最近征收的关税、主要经济体的报复性威胁以及越来越多的迹象表明可能出现经济衰退。	US equities 全球股票 (如欧洲、日本股票)
新兴市场崭露投资机遇 金融市场的运作，如自然界季节变换一样，遵循着自己的周期性规律。长达十余年的货币宽松时代悄然结束，投资者如今要想沙里淘金发掘潜力股，就需要将目光投向热门投资之外，专注于那些受自身独特经济轨迹推动、估值具有吸引力的高增长市场。	新兴市场股票 (如中国、印度)
调整收益来源 从高收益债券的强劲表现中获利后，我们将逐步将资产转而配置到更高质量的固定收益持仓中，同时维持具有吸引力的收益率。投资者在当前环境下仍有可能获得稳定收益，但需要更加谨慎地在创造回报和管理波动之间取得平衡。	发达市场债券 亚洲高收益债券 新兴市场债券



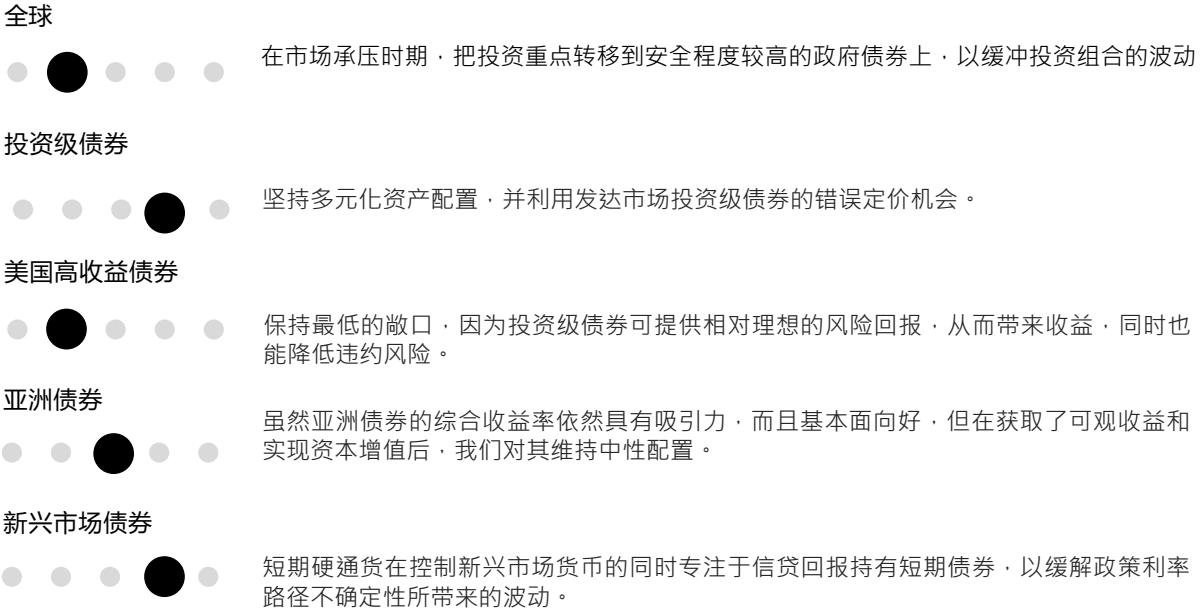
资产配置策略



股票



固定收益



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	-3.90	-1.22	9.41	8.22
美国	-5.63	-4.28	12.49	10.23
欧洲	0.12	10.68	6.59	6.38
日本	0.50	1.19	5.68	4.55
除日本外亚太市场	-0.45	1.12	4.33	6.74
新兴市场	0.64	2.97	4.09	6.43

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-2.65	-1.57	6.43	8.03
巴西	9.09	16.91	3.61	4.23
中国A股	0.19	-0.41	0.23	10.22
中国H股	1.16	17.39	-0.02	6.41
中国香港	1.10	15.90	2.83	6.35
印度	8.09	-0.66	8.64	10.97
印度尼西亚	3.76	-10.01	1.90	9.11
韩国	-2.51	4.29	1.13	4.73
马来西亚	-1.60	-5.34	-0.05	5.87
新加坡	2.81	7.28	5.83	7.72
中国台湾	-11.05	-11.00	11.35	10.06
泰国	-2.30	-15.59	0.09	7.15
越南	0.10	2.90	9.49	8.80

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	15.40	35.28	11.06	4.54
能源股	3.85	10.21	6.20	6.83
科技股	-8.88	-11.89	18.47	13.53
医疗保健股	-2.20	5.29	7.55	9.29
金融股	-4.20	3.48	12.00	6.12

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	0.62	2.64	0.61	2.10
对冲全球投资级债券	-0.42	1.17	1.94	3.38
高收益债券	-1.16	0.86	4.52	6.38
亚洲债券	-0.14	2.49	2.89	3.31
新兴市场	-0.36	2.34	3.21	5.65

Note: (H) Currency Hedged

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	0.65	1.72	0.22	1.04
欧元兑美元	4.25	4.46	0.08	-0.90
日元兑美元	0.44	4.83	-2.19	-1.67

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	9.30	19.02	10.19	10.44
石油	2.47	-0.33	4.15	1.28

截至2025年03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。