

想他人之所不想 得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

2025年5月，市场强劲反弹，主要受到美中之间为期90天的关税休战协议提振，暂时缓解了贸易战升级的担忧。这一进展重燃投资者信心，推动标普500指数上涨6.3%，创下18个月以来的最佳月度表现，同时新兴市场和比特币也出现反弹。尽管市场回升，美国股市年初至今以美元计价的表现仍落后于其他地区，主要受美元走弱拖累。

然而，随着市场关注转向美国财政前景，月末的动能有所减弱。特朗普提出的“一个大而美的法案”因其扩张性立场引发了市场对长期债务可持续性的担忧。从更广泛的角度来看，市场情绪也正在转变——从“美国例外论”的乐观叙事，逐渐走向对美国在全球市场角色更为谨慎的评估。尽管美国市场中的部分领域仍具吸引力，但我们已逐步将关注转向基本面更稳健或估值更具吸引力的地区，如欧洲和部分精选的新兴市场。

美国国债—曾被视为“终极避风港”—在5月也承压。穆迪下调美国信用评级，加之财政忧虑升温，推动30年期美债收益率升至多年高位，长久期债券市场出现显著波动。相比之下，信用市场则表现较为稳定。投资级与高收益债券录得0.3%至1.7%的温和涨幅，主要受稳定票息收入支撑。对追求收益的投资者而言，这凸显出资产配置上的权衡：美债在对冲经济增速放缓方面仍有作用，但在当前环境下，部分精选信用债板块或能带来更优的风险调整后收益。

展望未来，虽然前路似乎不会如4月般剧烈动荡，但市场波动远未结束。5月的反弹确实恢复了信心，但随着关税休战期临近终结，以及财政不确定性持续存在，市场仍面临挑战。我们对股票持温和正面态度，同时通过灵活配置方案加入对冲与防御性资产。在固定收益方面，我们仍偏好精选投资级信用债，因其在收益与抗压能力之间实现良好平衡。



股市强势反弹的一个月

2025年5月，金融市场迎来一波乐观情绪。美中达成临时90天的贸易休战协议，缓解了市场对关税战升级的担忧。在“TACO交易”（即“特朗普总会退缩”）的推动下，投资者信心得到提振，股市随之上涨。标普500指数飙升6.3%，创下18个月以来的最大单月涨幅。然而，截至目前，以美元计价的美股年初至今表现仍落后于其他地区，受美元走弱拖累。

从贸易缓和到财政担忧

然而，这一强劲的势头在月中后逐渐减弱。财政前景的不确定性以及法院对特朗普关税合法性的裁决，使市场再度面临新的风险焦点。尤其是在特朗普政府公布首份预算案——《一个大而美的法案》（One Big Beautiful Bill Act）后，市场的关注点迅速转向美国的财政状况。尽管该法案预计将进行多轮修订，其扩张性的基调（即赤字略有扩大）已引发市场对美国长期债务可持续性的担忧。这些担忧进一步加剧了穆迪将美国信用评级从Aaa下调至Aa1的影响，导致美债收益率飙升，30年期美债收益率一度升至5.15%，为2023年底以来最高水平。

哪些资产涨幅居前？

全球股市普遍上涨，美国以6.3%的涨幅领跑主要市场。新兴市场也紧随其后，上涨4.3%。此外，比特币劲升10.8%，一度创下111,092美元的历史新高，随后略有回调。

哪些资产表现不佳？

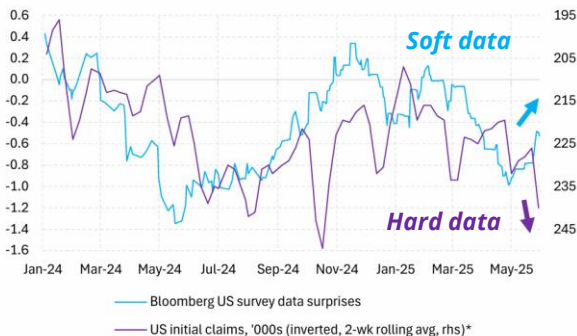
在风险资产上涨的同时，市场对财政风险的担忧推高了美债收益率。由于收益率上升会压低债券价格，美国10年期国债录得-1.2%的跌幅，成为2025年以来表现最差的月份。传统避险货币日元兑美元也下跌0.7%，终结了此前连续四个月的升值趋势。

Performance	May 25
S&P 500	6.3%
Gold	-0.1%
Magnificent 7	13.4%
US Treasury Bonds	-1.2%
Global Bonds	-0.4%
USD Dollar Index	-0.6%

Source: Bloomberg

软数据回升，硬数据走弱

随着市场对关税前景的预期转变，美国的软数据（如调查类指标）出现反弹，而硬数据（如初请失业金人数）则开始显示出早期压力迹象。在未来3到6个月内，若关税未明显升级，软数据可能仍将维持当前水平；但随着通胀侵蚀实际收入、不确定性拖累经济动能，硬数据预计将持续走弱。最终，软数据和硬数据可能在一个较低水平趋于一致，对应美国GDP增长疲弱的状态。



*Most recent four data points are unaudited
Source: Bloomberg, Dept of Labor, Vanda

展望：强劲反弹后的谨慎乐观

尽管5月的市场反弹激发了投资热情，但随着美方与全球主要经济体间互征关税暂停期接近尾声，市场风险依然存在。此外，美国的财政路径以及高企的债券收益率，亦可能在接下来的几个月对市场造成压力。前路或许不会如4月那样崎岖，但波动性远未结束。展望未来，我们仍维持中度偏风险立场，通过在更灵活的策略中加码股票配置，同时结合下行保护期权策略和防御性另类资产（如黄金）以对冲潜在风险。在固定收益方面，我们继续偏好部分精选的投资级信用债，因其能在当前环境下提供良好的收益与较高的抗压能力。



美国“例外论”的终结？

从“美国例外”走来...

投资者在进入2025年时，对美股资产的信心可谓高度一致。除了“七巨头”（Magnificent 7）带来的持续盈利增长，华尔街策略师也指出了其他有利因素，例如：特朗普政府将开启一个更有利于增长、监管更为宽松的新时期，这将为美股带来新的高点。此外，原本被视为风险的利率问题也有所缓解——美联储进入降息周期，为股市和债市进一步提供支撑。

Goldman Sachs

Our baseline forecast remains essentially benign for the US: solid growth, cooling inflation and further non-recessionary rate cuts, alongside a range of policies that could be friendly to corporate earnings. While the US is a clear outperformer, non-US economies still see stable growth, falling inflation and monetary easing in our central scenario.

Source: Bloomberg, Jan 1 2025

...短短几个月内，“美国例外论”土崩瓦解

几个月后的今天，市场叙事已发生转变，“美国例外论”似乎正在瓦解。过去几个月中，我们目睹了“美元之王”走弱、标普500指数表现落后，以及美国国债市场遭遇抛售。三大核心美国资产同时表现不佳，这种情况极为罕见，也因此引起了市场的广泛关注。

许多人迅速将原因归咎于特朗普政府的政策——“让美国再次伟大”恐怕只是口号而已！事实上，特朗普一系列不可预测的政策，已使许多投资者质疑美国在“自由世界领袖”中的地位以及其作为避风港的角色。不过，特朗普政策或许并非根本原因，而是加速了这一趋势的催化剂。

增长与盈利的“例外论”是否仍成立？

对股票投资者而言，经济活动与企业盈利始终是最重要的基本面指引，能为投资决策提供关键的方向。

过去几年，美国经济展现出强劲韧性，而欧洲等地区则面临疲弱且不均衡的增长，因此“美国例外论”曾一度显得合情合理。但如今，情况似乎正在发生变化——欧洲正加大对国防与基础设施的投资，力求降低对美国的依赖；而美国反而正试图削减整体支出。至于市场对美国盈利“例外论”的预期，背后主要是大型科技巨头的主导地位，它们通过大幅超越竞争对手的投资，构筑起近乎无敌的护城河。但自今年初 DeepSeek 的重大突破后，这一观念也受到了挑战。

老派的“均值回归”正在发挥作用

金融市场的“均值回归”现象是指，资产回报率（不论好坏）最终会回归其长期平均水平。以标普500指数为例，其长期年化平均回报约为9%。而在过去五年的“美国例外期”中，标普500录得近16%的年化收益！毫无意外，在经历高于趋势的强劲回报后，目前的估值水平已被大幅推高，市场也具备了向另一方向摆动的条件。



Source: Bloomberg

这并不意味着应完全回避美国资产。对积极型投资者而言，美国仍蕴藏许多良机。讽刺的是，特朗普2.0时代给投资者的一个重要启示，就是要跳脱对标普500指数的被动投资思维（这在过去十年是成功策略），在这个新时代中寻找新的配置方向。



收益格局的演变

利率投资者的过山车之旅

美国国债长期被视为避险资产，但在2025年5月初，债券价格开始下跌，收益率逼近2008年全球金融危机以来的高位。其背后是强于预期的经济数据与对美国财政赤字的担忧共同作用，最终导致穆迪下调美国主权信用评级。这也意味着，原本希望通过长期国债获取收益的投资者，在5月的大部分时间里都面临着账面亏损。



在同一个月里，美国国债价格在后期有所回升（尽管月度总体仍下跌），这是因为随后公布的通胀数据降温，令市场重新燃起美联储或将转为鸽派的希望。整体而言，美国国债仍能提供基本的票息收益，但伴随着显著的价格波动。在特朗普2.0时代，投资者需要重新思考“美债仍可提供稳定风险调整后收益”的传统假设。

实质性收益来源

在剧烈波动中，部分市场板块的表现则相对更为稳健。主流信用债市场录得0.3%至1.7%的正回报，具体取决于投资级（IG）或高收益（HY）类别——这些资产通过稳定的票息为投资者带来了实质性收入。更重要的是，这些信用债板块在当前环境下仍有望持续提供具吸引力的风险调整后收益。

新兴市场债的“变脸”

近期，越来越多的评论指出，美国国债的表现越来越像新兴市场债券（EMD），而EMD反倒逐步摆脱了“高风险资产”的标签。

波动性的转移

过去，波动性常被视为EMD的显著特征，源于不确定的央行政策和政治风险。而如今，美国反而成了“带头大哥”，在央行政策和政治局势上都充满不可预测性，因而也就不难理解为何全球债市的波动来源已发生转移。

基本面的转移

当投资者将资金借出时，自然会对“基本面不稳”的对象感到不安。对国家来说，“不稳”可能表现为难以控制的通胀或高负债率。这些过去是典型的新兴市场特征，但如今随着财政状况的恶化，美国债务已占GDP的约121%。当然，仅凭高负债本身并不一定构成风险——毕竟日本的债务占比也很高，却仍未引发债市恐慌。但在通胀与增长风险并存的情况下，越来越多投资者开始将目光转向基本面更强的新兴市场。

“美国例外论交易”的终结？

愈来愈多的声音在呼应“美国例外论的终结”。虽然这种情绪转变已然真实发生，结构性的调整仍需时间——毕竟美元仍是全球储备货币与贸易结算的核心。但可以看到，长期资金的海外投资者已开始小幅削减对美资产的配置。这种逐步再平衡的过程将为收益型投资者带来新的机会。同样地，我们也已主动将收益组合倾向于基本面更扎实、估值更具吸引力的市场——相关成果已初步显现。



我们如何配置投资？

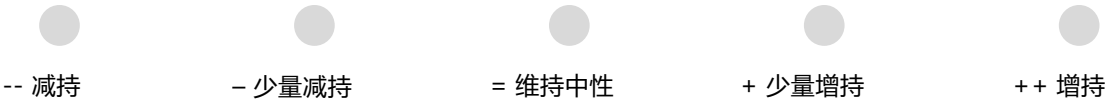
股票 (绿色)

债券 (蓝色)

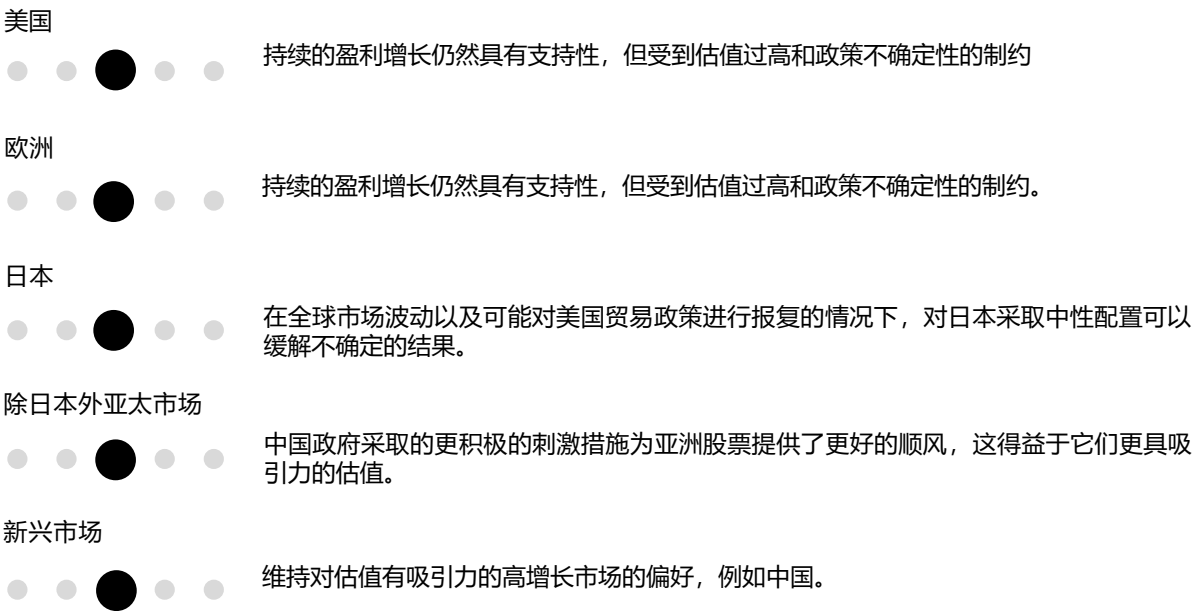
关键主题	配置
在不确定性加剧的情况下保持平衡的方法 在当前市场环境中，顺风因素与风险因素交织博弈，我们采取审慎且平衡的应对策略。顺风因素包括企业盈利依然稳健、人工智能带来的生产力提升乐观情绪，以及美国劳动力市场的持续韧性。然而，主要经济体之间的关税措施与潜在的报复性威胁，正带来更高的不确定性。	US equities 全球股票 (如欧洲、日本股票)
新兴市场崭露投资机遇 金融市场的运作，如自然界季节变换一样，遵循着自己的周期性规律。长达十余年的货币宽松时代悄然结束，投资者如今要想沙里淘金发掘潜力股，就需要将目光投向热门投资之外，专注于那些受自身独特经济轨迹推动、估值具有吸引力的高增长市场。	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



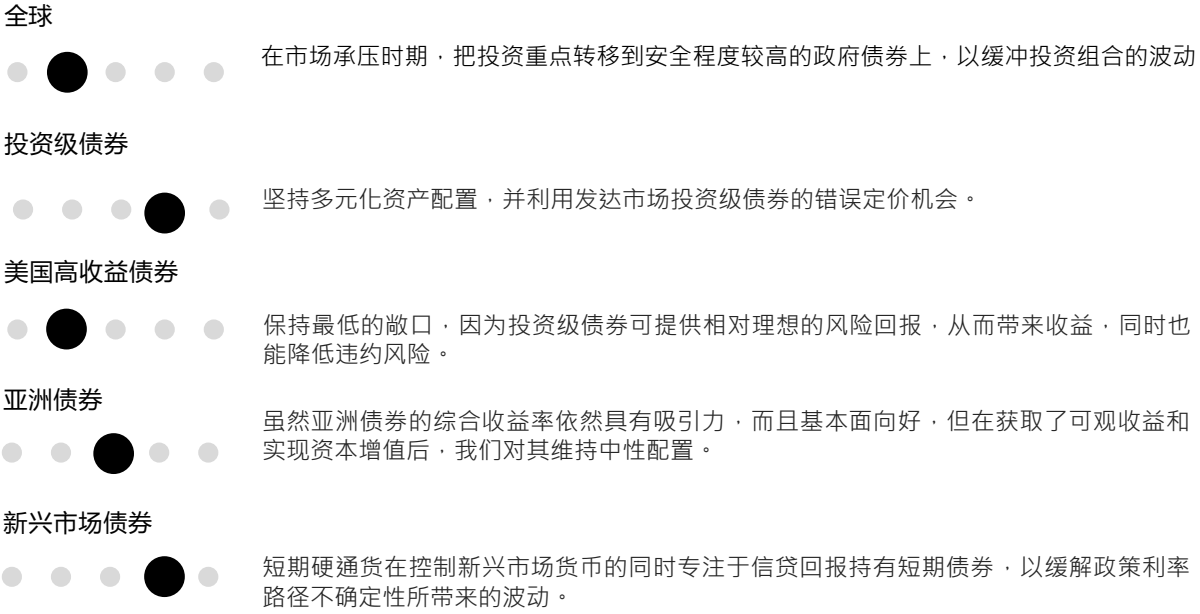
资产配置策略



股票



固定收益





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	5.81	5.55	9.83	8.59
美国	6.29	1.06	12.85	10.46
欧洲	5.01	21.46	7.12	6.97
日本	4.15	11.21	6.18	5.26
除日本外亚太市场	5.10	7.97	4.70	7.07
新兴市场	4.30	8.86	4.32	6.68

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	4.83	9.57	7.64	8.71
巴西	0.94	23.24	3.76	4.24
中国A股	3.04	-0.51	-1.59	10.70
中国H股	3.57	16.24	-1.46	6.44
中国香港	4.76	16.91	1.89	6.18
印度	0.63	4.77	9.49	11.05
印度尼西亚	8.35	3.01	3.87	9.82
韩国	8.89	21.32	2.35	5.46
马来西亚	-0.53	-1.49	0.62	6.09
新加坡	3.57	11.61	6.10	7.91
中国台湾	13.54	2.63	12.65	10.81
泰国	-1.94	-12.02	0.83	7.62
越南	9.08	3.66	9.28	8.90

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	3.02	49.03	11.37	5.48
能源股	0.99	-3.88	4.59	6.30
科技股	10.51	-0.60	19.44	14.07
医疗保健股	-3.57	-0.35	6.66	8.71
金融股	4.42	5.81	12.02	6.09

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	-0.36	5.28	0.94	2.23
对冲全球投资级债券	-0.33	1.83	2.11	3.30
高收益债券	1.76	2.63	4.55	6.37
亚洲债券	0.08	2.86	2.92	3.32
新兴市场	0.67	2.97	3.08	5.47

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	1.19	5.79	0.43	1.28
欧元兑美元	0.17	9.59	0.32	-0.40
日元兑美元	-0.67	9.15	-1.47	-1.40

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	0.02	25.33	10.70	10.88
石油	4.43	-15.24	0.08	0.79

截至2025年05月30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。