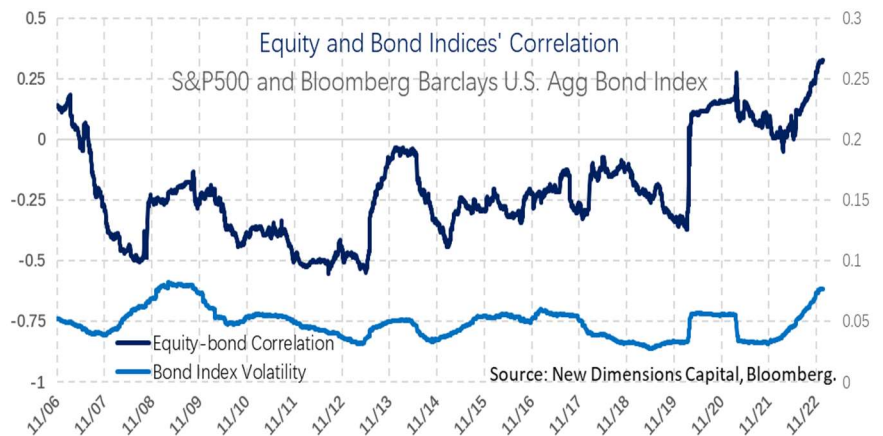


## 月报 – 2023 年 1 月

### 市场评论

对于投资顾问和投资者来说，2022 年是具有挑战性的一年。平衡型基金不仅被迫承受股票和债券的负面表现，还要经历如同过山车般持续而剧烈的市场波动。应对高通胀、波动性以及衰退的担忧并非易事。但我们认为今年的“无声杀手”是股票和债券表现的相关性。股票受到通胀效应和强势货币的影响。利率上升导致债券价格则暴跌，收益率飙升。

在过去 20 年里，股票和债券表现一直呈负相关关系，债券在股票表现不佳时提供了对冲。然而，由于新冠疫情开始蔓延，这种负相关关系在 2020 年第一季度后突然转向，直至 2022 年初因通胀和利率同步上升而得到进一步强化。这促使许多投资顾问为平衡型基金寻找替代收益来源和对冲工具，进而导致他们对投资组合进行了大幅度重新配置。



我们已经意识到，当利率和通胀都在高位波动时，相关资产类别的风险溢价会聚集在一起，股票与债券的相关性往往为正。这基本上可以解释过去 20 年（2013 年“缩减恐慌”除外，当时相关性受到外部变量的影响）股债表现持续负相关的现象。根据安蒂·伊尔曼恩 2003 年撰写的一篇文章所提出的理论，2013 年特定时期的股债相关性(见图 1 曲线图中段)可以解释为：“以债券价格为因，则股债相关性为正(比如，债券收益率下降往往也会降低股票贴现率)。若以股票价格为因，则股债相关性为负(比如，股市疲软可能促使货币政策放松，进而导致债市反弹)。”

我们认为这一理论也可以解释 2022 年股债相关性上升的现象。通货膨胀率高企(或在滞胀期间)倾向于导致股债相关性升高。因此，我们将风险溢价和顺周期货币政策聚合为外部因素。这也在某种程度上解释了出乎意料的股债表现。

总之，我们认为一旦利率和通胀出现市场视为可持续的明显降温迹象，股债相关性就将减弱。我们将继续调整投资组合，致力于在滞涨期间寻求持续收益，同时避免大幅回撤。

### 从新闻到投资

- 12 月 1 日 - 2022 年第 4 季度初，欧盟失业率降至 6.5%，为 1998 年欧盟统计局开始记录就业数据以来的最低水平。
- 12 月 2 日 - 欧盟和七国集团成员国决定对俄罗斯海运石油强制实施每桶 60 美元的价格上限。
- 12 月 14 日 - 美联储加息步伐放缓至 50 个基点;将基准利率调至 4.25-4.5% 区间。
- 12 月 19 日 - 欧盟就天然气价格上限(从 2023 年 2 月 15 日实施)机制达成一致，天然气价格将取决于指定基准价格变动情况而定。

- 12月20日-日本央行出人意料地改变了收益率曲线政策，市场大感震惊。新政策允许10年期债券收益率以零为中心上下移动50个基点。
- 12月22日-乌克兰总统弗拉基米尔·泽连斯基向美国国会发表演讲，感谢美国和盟国对乌克兰战争的支持。
- 12月23日-日本总务省报告显示日本2022年11月经历了自1981年以来的最高通胀水平，核心消费者价格较上年同期上涨了3.7%。
- 12月26日-中国国家卫健委宣布，自2023年1月8日起，中国将暂停实施入境旅客的防疫隔离措施。

尽管经济数据显示全球通胀压力有所缓解，但各国央行在12月继续出人意料地对货币政策前景持谨慎看法。股市在本月末仍然延续了全年的下跌趋势。美国股市对利率前景最敏感。相比而言，由于亚洲央行的货币政策展现了更强的韧性，亚洲股市对利率前景则没有那么敏感。受益于中国政府改变防疫清零政策，中国股市在12月表现强劲，但整体表现仍然疲软。

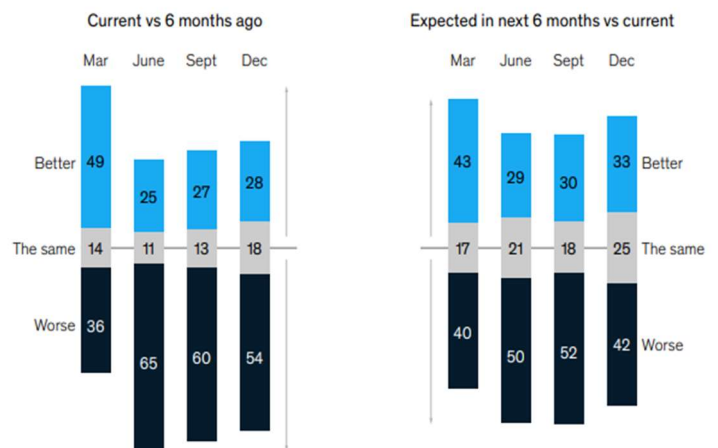
由于通胀数据好转，11月份债券收益率有所下降，12月份由于各国央行的鹰派立场，债券收益率转而大幅回升。德国10年期国债收益率本月上升超过60个基点，至2.5%，略高于10月份高点。美国10年期利率上升30个基点至3.87%，远低于10月份水平。

金价在12月份表现坚挺。但以美元计算，金价全年却几乎没有变化。然而，本月的利率环境对金价仍然不利。美元走软(可能是受中国和俄罗斯央行外汇储备“去美元化”的市场操作影响)以及较高的地缘政治风险则是金价的支持因素。

投资观点:有利的当前估值、更好的流动性和财务状况、较低的实际债券收益率、能源供应链和美元对全球股市都是利好因素。除房地产和非必需品行业外，我们还尤其看好银行、矿业等可能受益于中国重新开放的周期性行业。日本股市的质量和不断价值提高，特别是以当前估值(12倍市盈率，2.9%股息收益率，1.2倍市净率基础)而言，我们正在考虑对精选行业进行配置。

## 下阶段展望

挥别了事件频发的2022年，我们现在不仅要关注下个月市场波动，而且要展望更长期的市场趋势。麦肯锡全球季度调查访问了来自世界各地的1200名高管，询问他们对全球经济和未来市场趋势的看法。12月发布的报告显示，与前两个季度相比，更多受访者预期未来六个月经济状况会改善或基本保持不变(图2)。报告进一步指出，地缘政治冲突和通货膨胀是明年最紧迫的经济风险，而对利率上升的担忧则呈现出地区差异。



Figures may not sum to 100%, because of rounding. In Mar 2022, n = 785; in June 2022, n = 899; in Sept 2022, n = 1,247; and in Dec 2022, n = 1,192. Source: McKinsey Global Survey on economic conditions, 1,192 participants at all levels of the organization, Nov 28-Dec 2, 2022

图2: 全球经济状况预期, 受访者比例

惠誉也在2022年12月发布的《全球经济展望》中突出强调了全球对抗通胀的严峻形势以及对欧洲和美国经济衰退的担忧日益加剧。由于各国央行被迫加大抗击通胀的力度，加上中国房地产市场前景恶化的影响，惠誉评级(Fitch Ratings)将2023年全球GDP增长预测从9月预期的1.7%下调至1.4%。由于受货币政策紧缩加速影响，该机构也将美国2023

年 GDP 增长预测从 0.5% 下调至 0.2%。中国 2023 年 GDP 增长预测则从 4.5% 下调至 4.1%。而随着欧盟天然气危机缓解，欧元区 2023 年 GDP 增长预测从 -0.1% 上调至 0.2%。

12 月份市场飘起一阵暖暖微风。美联储政策语调较为温和，通胀似乎有所降温，就业和住房数据也没有显示出衰退的迹象。尽管如此，悲观情绪似乎已经广泛蔓延。2023 年全球经济增长预测为 1.4%，这是剔除全球金融危机和新冠疫情期间后 40 年来的最低增速。如果中国继续按计划重新开放，微风可能转变为静风，这可能成为 2023 年最重要的事件之一。整个亚洲经济都将受到积极影响，提振香港 GDP，刺激旅游业，提升土地和房地产价格，并推高大宗商品价格(石油、铁矿石、精炼铜等)。同时，市场也有挥之不去的隐忧，担心中国重新开放会引发其他地区的通货膨胀。因此，我们将继续密切关注重要新闻，捕捉所有相关迹象。

## 新维创资本简介

对新维创资本来说，2022 年末达到了一个新高度。用我们首席执行官符梅莲的话来说，这是“开启新征程的一年”。

我们今年成功推出了首只自营基金。我诚挚感激长期以来信任、支持我们的客户，也非常感谢大力支持我们设立基金的合作伙伴和服务供应商。

借着聚会和旅行逐渐恢复常态的良机，我们于 2022 年 12 月 9 日在公司总部热烈举办了庆祝成立周年纪念日暨基金发行商务餐会。嘉宾云集，众星闪耀，亲切交流，令人振奋。

DISCLAIMERS: This report (including any enclosures and attachments) has been prepared for the exclusive use and benefit of the addressee(s) and solely for the purpose for which it is provided. Unless we provide express prior written consent, no part of this report should be reproduced, distributed, or communicated to any third party. We do not accept any liability if this report is used for an alternative purpose from which it is intended, nor to any third party in respect of this report.

免责声明:本报告(包括任何附件)仅供指定个人或机构在限定目的范围内使用。除非我们先明确书面同意，否则本报告的任何部分不得复制、分发或传达给任何第三方。如果本报告被用于预期外的其他目的或分享给任何第三方，我们将不承担任何责任。