

月报（2023 年 5 月）



本月洞察

2023 年 4 月，影响我们投资组合和策略的三个主题是：

1 人们越来越担心银行危机后潜在的商业房地产崩盘。

今年 2 月，SL Green&Co. 首席执行官马克·霍利迪（Marc Holliday）高兴地宣称，公司大楼的人流量正在增加，超过 100 万平方英尺的空间最近被出租或正在谈判中。作为纽约最大的商业地产商，该公司债务开始下降并成功完成了新的投资项目，而当地新的基础设施项目正在支持该公司的盈利增长。

当 SVB 倒闭时，开发商和向他们提供贷款的银行的股价急剧下降，人们担心开发商可能会拖欠 3.1 万亿美元未偿还商业房地产贷款中的很大一部分。

真正的担忧来自利率最高时期的再融资困难。较高的空置率将降低建筑物的估值，并促使银行实施更严格的贷款条款。近期销售短缺也使得银行无法决定需要抵押品金额。

新债券发行量急剧下降 - 但这种情况始于去年，当时第四季度交易量下降了 88%，却没有导致经济衰退。2023 年第一季度商业地产支持证券发行总额比上一年下降了 80% 以上。

Table: Gabriel Cortes / CNBC
Source: Trepp

	2023 Q1	2022 Q1	Year-over-year % change
Conduit	\$2.3B	\$7.9B	-72%
SASB	\$2.7B	\$19.1B	-86%
Large Loan	\$13.1M	\$442.6M	-97%
CRE CLO	\$1.5B	\$15.3B	-90%
Total	\$6.5B	\$42.8B	-85%

日益凸显的滞胀和悬而未决的担忧创造了一个前所未有的环境，并导致许多房地产投资者离开市场，静观市场演变。我们目前正在密切监测这些前所未有的根本性变化，特别是我们核心投资组合所在的亚太地区。

- 融资成本率将在年内提高 100-150 个基点。
- 相关公司开始投资防御性房地产和策略（比如较短租期，租金指数化等）
- 开发项目风险升高。
- 从主流资产分散投资。

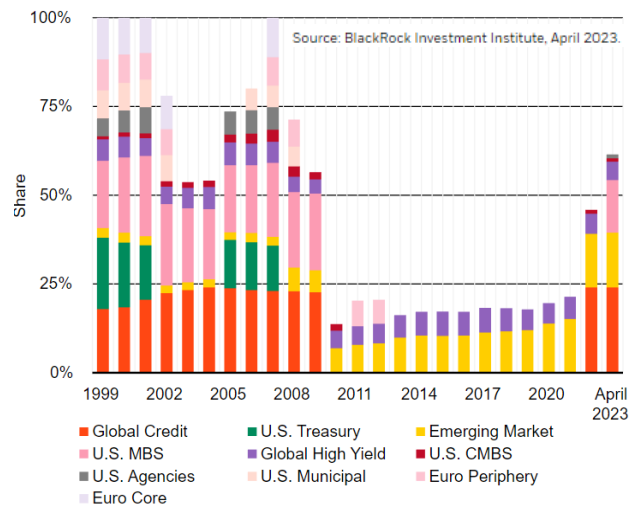
2 债券回归？真的吗？

在经济增长和通胀率都加剧波动的新宏观环境中，人们的注意力转向债券以获取收入，而不是从收益率下降中赚取回报或将其用作投资组合压舱石。因此，信贷与久期风险可控的固定收益产品重新显得具有吸引力。

收益率超过 4% 的固定收益指数份额处于 2008 年以来的最高水平（参阅贝莱德投资研究院发布的图表）。全球投资级债券在经历了长期缺失（橙色条形）后卷土重来，使之成为颇受欢迎的投资产品。我们更愿意从优质债券中赚取收益，避免投资于高风险债券。

有些投资者倾向于选择通胀挂钩债券的利息，而不是发达市场股票的股息。如果公司能够通过涨价来转嫁通胀压力，那么其股票就可以提供某种程度的抗通胀保护作用。但是，发达市场股票目前尚未对未来一两个季度内更高利率的预期进行定价。这正是未来 12 个月内投资股票获取股息的风险。标准普尔 500 指数的股息收益率现在还不到美国 10 年期国债收益率 3.43% 的一半。

与此同时，在科技股盈利超出预期后，美国股市从四周低点反弹，部分抵消了地区银行问题的困扰。美国 2 年期国债收益率跌至近 4.0%，尽管市场关注美联储 5 月加息。美国 PCE 数据显示，消费者支出在第一季度失去动力，但我们没有看到今年降息的理由，因为通胀似乎远高于 2% 的政策目标。因此，尽管还没有感到欣喜若狂，但市场在缓慢地远离衰退的黑暗。

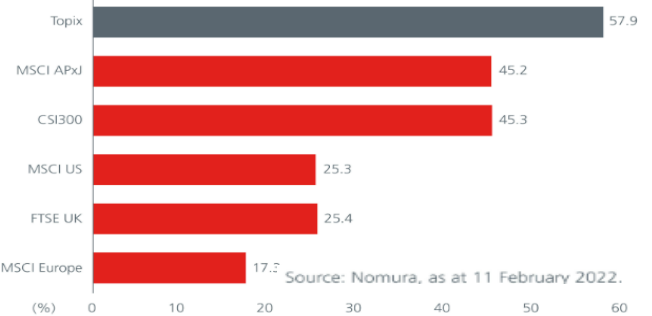


3 日本市场和日元重新获得市场关注.

以美元计算，日本市场在 2021 年持平，2022 年下跌约 5%，2023 年至今回报可观，日本 2022 年相对落后于其他发达市场的原因包括 COVID 爆发和封控的影响、国家领导层向新首相岸田文雄过渡时期的政治不确定性、与中国相关的供应链中断导致的经济放缓以及材料成本的增加等等。

与此同时，我们也注意到支持日本企业及其估值的令人鼓舞的因素：

- 受俄乌战争影响较低
- 盈利能力逐步改善，更为关注股东权益
- 与同行相比，估值具有吸引力
- 资产负债表上的净现金余额（超过 50% 的日本公司为非金融公司）



在某种程度上，日本的通货膨胀是一件好事。它刺激了私营部门的消费和投资借贷，挑战了日本长期低利率的感觉，同时没有抑制增长。多年来，日本企业都无法在不影响销量或失去市场份额的情况下提高价格。现在，他们似乎有了定价权。

再加上深受日本央行新任行长关注的日元走强趋势，时机已经成熟，日本可望迎来一个好年头，每月吸引更多的外国投资者。



从新闻到投资

- 4 月：美国和欧盟实施绿色补贴计划。这种带有民族主义色彩的方法代价高昂。

- 4月：第一届非洲大陆自由贸易协定商业论坛带给汽车企业巨大商机。
- 4月11日：国际货币基金组织《世界经济展望》——2023年世界增长率将从2022年的3.4%降至2.8%。
- 4月12日：美国核心通胀率为5.6%，前值为5.5%。
- 4月19日：在消费的推动下，中国2023年第一季度GDP同比增长了4.5%。
- 4月21日：拜登将在七国集团支持下遏制对华投资。
- 4月25日：金砖国家集团在峰会前收到了19个国家的成员资格申请。
- 4月26日：耶伦称美国债务违约将引发世界经济灾难。
- 4月28日：欧洲经济第一季度增长0.3%。
- 4月30日：中国4月工厂活动萎缩，采购经理人指数从3月的51.9滑落至4月的49.2。

随着4月份的流逝，我们越来越坚信美联储迫切需要的是增长放缓和银行信贷收缩。换句话说，美联储的优先目标是抑制通胀，而非安抚与稳定金融体系。

以美元计算，4月份美股和美元的表现落后于其他国家。展望2023年，我们预计非美股表现将优于美股。对于非美国公司来说，估值似乎更有吸引力，远期市盈率约为12倍，而美股远期市盈率则为18倍。

尽管企业盈利显着改善，导致年初至今上涨6.7%，（4月份表现保持不变），但MSCI日本指数在过去10年中其实处于其平均价格范围的底部。尽管我们目前正处于利率上升期，全球化高峰可能已经过去，日本企业利润额和利润率正在持续稳步提高。

在中国，受益于对保险产品的需求增加和更好的投资回报，保险股在本月成为赢家。该行业创下自2018年以来的第一季度最佳业绩。上市保险公司2023年第一季度利润同比增长超过18%，远高于同期中国国内所有上市公司2.7%的平均增长率。

本月机票预订量和价格回升，为中国经济复苏增添了一抹亮色。航班管家等多个旅游平台数据显示，2023年4月，五一假期热门目的地国内航班预订量同比增长了33.86%。

对于债券市场而言，由于市场对银行业压力做出反应，3月份收益率下降的趋势在4月份并未持续，收益率再次开始攀升。总体而言，与3月份相比，市场较为平静。

美国债券收益率基本持平，美国10年期国债收益率从3.47%小幅下降至3.42%，两年期收益率从4.03%小幅下降至4.01%。德国10年期国债收益率从2.29%升至2.31%。英国10年期国债收益率从3.49%升至3.72%，两年期国债收益率从3.44%升至3.78%。随着市场从硅谷银行和瑞士信贷事件后的恐慌性抛售中镇定下来，利差收紧，投资级和高收益债券总回报由负转正。

标普GSCI指数在4月份录得负面表现，原因是农业、工业金属和能源价格疲软抵消了牲畜和贵金属价格的上涨。农业是该指数中表现最差的组成部分，特别是小麦和玉米价格大幅下跌。

近期展望：

- 从宽松货币政策中受益最大的股票板块（如科技、非必需品）本月一直在反弹，我们认为这种趋势将在国际市场持续一段时间，尤其是在美元一旦显现走弱信号之后。
- 中国市场受COVID-19防控严重影响的行业和领域预计将有较大的反弹幅度，例如：医疗保健，旅游，高科技和电子商务等。
- 我们进一步深入分析了日本股票，积极寻找现金充裕的公司。这些公司将优先考虑以派息的方式照顾股东利益。随着人口老化，市场将越来越倾向于照顾作为股东的养老金领取者的利益。



投资观点

2023 年 4 月，我们继续积极选股以进行投资组合重组——投资能源股，并通过每月支付股息的加拿大房地产投资信托基金进入北美房地产市场，进一步增强了组合的多元化程度。我们继续保持了新加坡银行业的较低敞口，因为它们相对孤立于全球银行业问题，资本充足，并保证其股息政策的延续性。为了在始于年初的动荡时期提高组合表现的稳定性，我们的现金头寸大体上保持在投资组合净值 35%，这是当月唯一的资产配置变化。

我们一直在寻找具有定价权并能够持续增加收益和股息的企业。当市场波动时，这些公司有可能成为引人注目的投资目标——我们希望增加科技股和必消费品股。而在区域配置方面，我们扩展至日本股市，并通过 H 股以较低规模进入中国。

Apr-23	GLOBAL GROWTH	APAC GROWTH	GLOBAL QUALITY	APAC QUALITY	GLOBAL MINVOL	APAC MINVOL	Global IG 1-3Y	Global IG 3-5Y	GLOBAL HY	GLOBAL DYIELD
	EQUITIES						BONDS			EQUITIES
1 MONTH	1.60%	1.14%	2.14%	-3.39%	2.67%	1.96%	0.38%	0.41%	0.64%	1.84%
1 QUARTER	6.62%	5.05%	6.34%	-4.88%	2.91%	0.75%	1.09%	0.51%	-0.36%	0.74%
1 YEAR	4.02%	2.46%	5.34%	-6.03%	2.40%	-0.12%	1.66%	-1.45%	0.71%	1.84%
3 YEARS	40.39%	35.67%	43.25%	9.54%	22.45%	6.98%	0.28%	-6.95%	10.43%	35.16%
5 YEARS	64.79%	54.68%	74.12%	14.20%	35.35%	-3.82%	7.53%	-2.71%	6.39%	33.26%
10 YEARS	177.06%	154.64%	195.73%	68.49%	101.88%	30.91%	13.78%	1.38%	34.12%	79.26%

Source: New Dimensions Capital, Bloomberg.

本月，我们看到因子表现和投资组合的相关影响发生了一定程度的逆转：

- 第一季度爆红的增长因子在 4 月份“降温”，但我们对此没有较大敞口。
- 亚太优质股表现明显落后于同行，给基金表现带来了一些压力。
- 从积极的角度来看，高息股表现相对较好，支撑了基金表现。
- 债券表现正常，支持股息收益率主题。

我们基金一向持有亚太优质股例如新加坡房地产投资信托基金。但本月这一政策的持有成本偏高，因其表现明显落后于全球优质股。我们仍然对亚太优质股深具信心，不会在 5 月份调低配置。但我们将进行适度微调。比如在新加坡房地产投资信托基金板块，我们将从纯商业地产信托调整到物流、工业和零售地产信托。在房地产板块的区域配置方面，我们将从美国逐步调整到加拿大。

根据道明证券最新研报，我们注意到市场兴趣在 4 月份继续逐步从股票转向债券。

全球股市录得 10 周来最大流出资金，为 65 亿美元，其中发达市场流出 95 亿美元，新兴市场流入 30 亿美元。在发达地区，美国股市流出额最大，为 88 亿美元，而在新兴市场，中国市场以 19 亿美元流出额领先。防御性股票和周期性股票均录得资金外流，分别为 3 亿美元和 2 亿美元。

全球债券市场连续第 6 周录得资金流入，截至 5 月 3 日当周达到 110 亿美元。美国债市资金流入 40 亿美元，仍然保持稳定。欧洲债市资金流入额略高于美国债市，达到 44 亿美元。这是欧洲债市自 2021 年 7 月以来的最高流入额。

我们将把价值选股与选定的增长股（来自在上述制度中表现良好的高贝塔周期性行业股）结合起来，因为我们需要准备好抓住市场复苏的机会，同时保护低风险头寸。我们的目标是通过股息不断增长的公司实现股息增长，这些公司往往比其他公司风险更小，因为它们有长期分配股息的历史。

对于我们这样以收益为中心的策略，投资于股息持续增长的公司是有益的，因为它提供了持续股息流的可能性。持续增派股息的公司既是必不可少的防御性持股，也同时提供一定程度的抗通胀保护。投资者持有头寸的价值取决于股息增加的可持续性。

为了拓展投资范围，我们增加更稳定的高配息股包括美国的 3M Co, AbbVie, Chevron, ExxonMobil, Walgreens Boots Alliance 和新加坡的华侨银行, AEM Holdings 和 VMS。



新维创资本 – 关于我们

“一个组织学习并将学习迅速转化为行动的能力是最终的竞争优势。

——杰克·韦尔奇，通用电气前首席执行官。

我们持续努力提高自己，并以高度的自豪感和专业精神为您服务。

4 月，新维创资本受邀在新加坡举行的第四届亚洲私人财富论坛上发表演讲，分享了我们核心信念和最新举措。我们致力于通过资产配置和新产品开发为所有客户提供服务并构建可靠的投资解决方案。

与会者热烈讨论并高度赞赏的几个主题是：

- 投资估值与叙事趋势之间的断层隔离
- 在充斥着众多已知和未知风险的动荡时期与投资者建立信任的方法
- 展望未来，将影响投资表现和提供适当投资解决方案能力的重大事件：美国和欧盟核心通胀率，在高息股中寻找价值，由结构性和金融风险驱动的战术资产配置。

