

月报（2023 年 4 月）

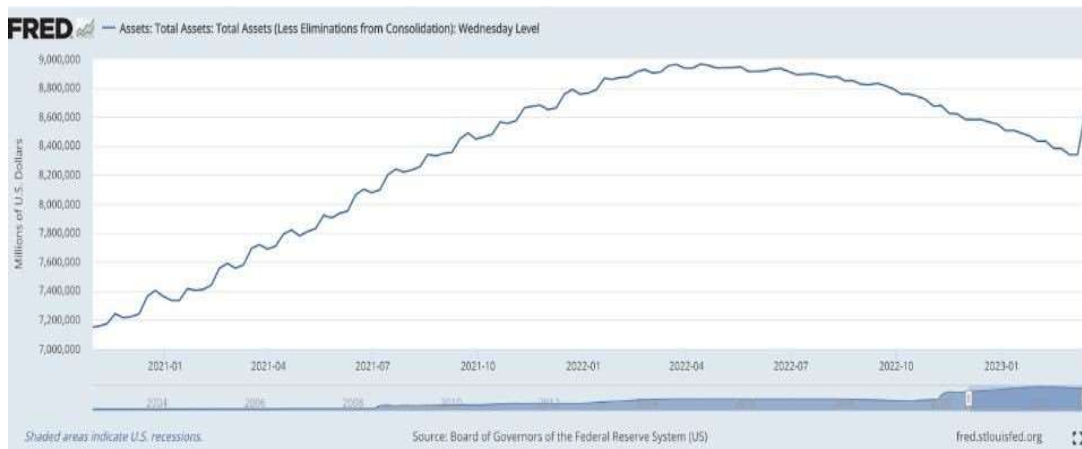


本月洞察

与 2 月相比，2023 年 3 月市场令人兴奋的程度丝毫不减。以下三个主题是市场的主要驱动因素，并进而影响我们的投资策略和投资组合的表现。

1 银行业困境和遏制通胀之间的冲突继续演变

随着美国 2 月份消费者价格指数同比增长 6%，通胀已经成为一个无处不在的流行语。利率迅速上升导致了硅谷银行、银门银行和签名银行等三家美国银行的倒闭，更举世震惊地结束了拥有 166 年历史的瑞士信贷银行。瑞士信贷银行最终被瑞银集团以 32 亿美元收购。在缩减资产规模一年后，美联储上周将资产负债表扩大了近 3000 亿美元(见下图)。



如果银行业压力持续或加速，将对经济产生通缩效应，使加息的紧迫性降低。然而，如果银行问题消退，美联储将面临更大的压力，需要加息来抗击通胀。因此，美联储上周三将利率仅提高了 25 个基点，并表示希望今年再次上调点位图预测。但由于持续高通胀预期日益增强，仍需要密切监测反通胀政策的效应。

沃顿商学院教授杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）表示，“美联储认为硅谷银行（SVB）危机之影响相当于 25 个基点的利率上调，尽管实际影响可能是两倍或三倍。”同时兼顾稳定银行系统和抑制通货膨胀的可能性非常低。

根据芝加哥商品交易所（CME）FedWatch 的分析，市场预测美联储在下次政策会议上将利率维持在现有水平的概率为 62%，7 月份降低 25 个基点的概率为 51%。

2 房地产市场，特别是商业房地产，开始陷入困境的迹象已经显现。

银行业的新压力集中在市场关注的区域银行资产负债表，或者更具体地说，它们对商业房地产(CRE)的风险敞口上。小型银行 CRE 贷款平均达到总资产的 28.7%，而大型银行平均则仅持有 6.5%。

远程工作人员增多（完全远程工作的比例仍比疫情爆发前的水平高出约 7 倍）、快速加息的步伐和最近的持续裁员推动地产空置率接近了历史高点。在美国，写字楼行业的空置率为 12.5%，与 2010 年全球金融危机后的水平相当。

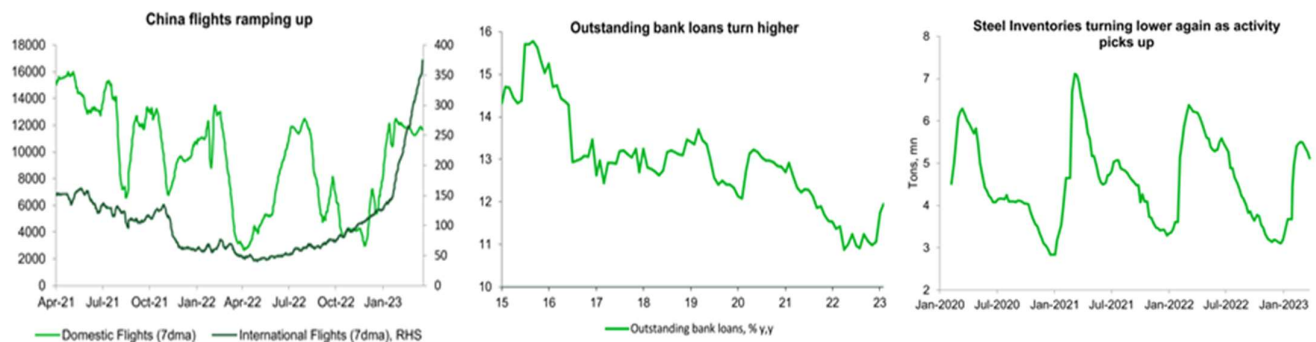
目前，所有行业的商业地产价格仅比 2021 年的峰值下跌了 3.5%（根据 NCREIF 的数据）。鉴于利率上升，我们可能会看到更广泛的价格下调。然而，历史表明商业地产下行周期对经济增长的影响低于住宅房产，因为其对消费者的溢出效应较小。

由于市场对美国区域银行态度谨慎，对商业地产尤其是写字楼板块的担忧依然存在。鉴于对物流、工业、零售房地产的乐观情绪，我们认为，一旦美联储在 2023 年底或 2024 年确定开始降息，整个行业普遍预期估值将复苏，不见得会立竿见影或大幅反弹，而是价格趋势的清晰逆转。

3 中国重新开放和复苏预期 —— 第二部分

衡量中国经济活动的指标已全面正常化或至少显著改善，第一季度经济活动强于预期。道路交通拥堵、地铁乘客量、邮件投递和票房收入等指标都明显上升。客运航班，包括国际航班，有所增加。制造业指标有所改善，反映在最近的采购经理人指数中，而国内货运和货运量则有所反弹。

房地产行业出现了各种改善迹象，尽管是由于基数水平很低。房地产投资、土地购买和开工建设有所加强，开发商贷款下降幅度减弱，而建筑和销售正在好转。值得注意的是，交易量再次上升，价格上涨也从一线城市逐渐蔓延到二线和三线城市，这反映了更广泛的触底。银行贷款有所回升，这突显出随着信心的恢复，信贷需求终于回升。



资料来源：道明证券、Macrobond.

所有这些信号似乎都显示中国经济正沿着李强总理指明的道路前进。李总理在为期 3 天的中国发展高层论坛上誓言，“无论全球环境如何变化”，中国都将对外资更加开放。该论坛接待了 70 名外企高管，包括苹果的蒂姆·库克，桥水的雷达里奥和德勤的莎朗·托梅。



从新闻到投资

- 3月9日,《经济学人》:中国共产党瞄准奉行享乐主义的银行家.
- 3月15日: 美国经济3月新增非农就业岗位23.6万个, 失业率下降至3.5%。
- 3月16日: 欧洲央行将关键利率上调50个基点, 至3.0%的15年高位。
- 3月17日: 中国人民银行向银行体系注入流动性, 下调特定存款准备金率。
- 3月19日: 美联储必须在通货膨胀和市场混乱之间做出选择。
- 3月23日: 英国央行将商业银行存款利率上调25个基点至4.25%。
- 3月24日: 瑞士信贷倒闭后, 市场注意力转向德意志银行。
- 3月27日: 2023年2月, 中国制造业走强。
- 3月29日,《经济学人》: 商业地产贷款损失将加剧银行业困境。

3月份, 我们目睹了短期债券收益率的大幅波动。美联储主席鲍威尔向美国参议院银行委员会作证称, 美国经济数据强于预期, 因此美联储可能需要更快、更进一步加息。然而, 两天后, 硅谷和签名银行的倒闭彻底改变了对进一步加息的预期。

中国继续受益于人们期待已久的重新开放。我们预期政府将继续采取措施, 通过刺激国内消费和房地产业以管控经济下行风险。

固定收益市场因预期美联储即将结束数十年来最快速的加息周期而上涨。彭博美国综合指数和美国高收益指数的回报率分别为2.5%和1.1%。10年期美国国债收益率3月下跌0.42%, 收于3.49%。

花旗集团、泰森、美国食品控股、元 (Meta)、亚马逊和迪士尼在三月份相继宣布大幅裁员。尽管在2023年前三个月此类负面消息频传, 但失业率仍保持在3.5%的低位。然而, 美国劳工部报告说, 2月份职位空缺减少到2021年5月以来的最低水平。

近期展望:

- 我们预计未来几个月整体通胀数据将保持疲软, 主要是由于住房成本较低。但是, 今年下半年通胀可能再次加速的风险依然存在。
- 大宗商品供应紧张可能会限制许多分析师认为的经济衰退期间价格下跌的幅度。石油开采资本支出仅为峰值水平的三分之一。许多公司更重视现实股东利益, 而非额外资本投资。
- 美元仍然坚挺, 交易价格比基于购买力平价 (PPP) 的公允价值高出19%。但我们需要关注美元的短期周期性及其典型的反周期特征 - 如果经济衰退 (无论轻微或深度) 成为现实, 美元预计将走强。



投资观点

2023 年 3 月，我们对投资组合进行了若干适当调整，对重仓的新加坡房地产股适当予以减持，增配了美国（上游和中游）能源行业，并在每月支付股息的北美房地产股中建立了新部位。做为平衡，加磅了新加坡银行股、每月派息股和必需消费品股。

尽管各国央行将继续关注通胀，但我们预期主要经济体的政策利率将达到峰值。金融市场对这一政策展望已经重新定价，收益率和利率因此走低。

Mar-23	GLOBAL GROWTH	APAC GROWTH	GLOBAL QUALITY	APAC QUALITY	GLOBAL MINVOL	APAC MINVOL	GLOBAL DYIELD	Global IG 1-3Y	Global IG 3-5Y	GLOBAL HY
	EQUITIES							BONDS		
1 MONTH	6.93%	3.36%	6.84%	4.10%	3.96%	2.71%	2.30%	1.10%	1.47%	0.92%
1 QUARTER	15.10%	4.31%	10.54%	6.42%	2.10%	2.53%	1.66%	1.47%	1.39%	3.15%
1 YEAR	-9.82%	-10.18%	-6.01%	-10.65%	-5.10%	-7.59%	-3.38%	0.86%	-3.16%	-4.53%
3 YEARS	55.82%	20.79%	55.91%	24.32%	27.88%	11.60%	43.44%	0.43%	-6.49%	14.52%
5 YEARS	63.76%	6.93%	69.70%	17.72%	31.94%	-5.43%	31.82%	7.18%	-3.44%	5.48%
10 YEARS	1.7909498	61.98%	196.43%	-	102.49%	32.90%	83.79%	13.63%	1.46%	36.60%

本月主要因子表现报告（见上图）纳入了全球收益率，因为它终于显示出复苏的迹象。它在过去两个季度表现低迷，尤其是在 2023 年 1 月和 2 月，甚至严重落后于全球增长股和科技股（亚太地区指数/因子也是如此）。

随着利率接近峰值水平，那些受到持续通胀引发的进一步加息预期抑制的行业和地区可能会逆转并收复之前的一些损失。有迹象已经表明，亚太地区月度和季度表现比全球略缓，债券市场则相对复苏。

短期来看，我们的投资委员将着重分析以下因素：

- 区域/国家多元化：
 - 日本股市估值偏低，盈利增长可观，加之市场普遍认为日元今年将走强。资产回流将支持日元升值，也自然将让日本公司获益。
 - 中国股票配置较低，聚焦受惠于建筑业复苏（政府刺激政策、房地产业反弹、基础设施投资）的高股息国有企业。
- 房地产行业“恢复活力”——我们致力于从商业地产重新布局到物流或零售地产，从美国重新配置到加拿大。加拿大的商业地产贷款由大型银行、养老基金、资本充足的人寿保险公司和其他一些业者主导。尽管在当前环境下，一些保险公司无疑可能会收紧其承保标准。

2023 年 3 月底，先锋集团根据截至 2022 年 12 月 31 日的数据发布了 10 年年化名义回报和波动率预测。我们预期美国增长股回报较低，美国房地产股和全球（美国除外）未对冲股票走强（请注意这是长期预测，是对各自行业近期表现的反应）：

Equities	Return projection	Median volatility
U.S. equities	4.4%–6.4%	17.2%
U.S. value	4.5%–6.5%	19.8%
U.S. growth	2.4%–4.4%	18.3%
U.S. large-cap	4.3%–6.3%	16.9%
U.S. small-cap	4.7%–6.7%	22.6%
U.S. real estate investment trusts	4.6%–6.6%	20.3%
Global equities ex-U.S. (unhedged)	6.7%–8.7%	18.5%
Global ex-U.S. developed markets equities (unhedged)	6.5%–8.5%	16.7%
Emerging markets equities (unhedged)	6.3%–8.3%	26.3%

中短期来看，我们的投资观点总结如下：

- 我们预期通胀指数、失业数据和经济增长数据都将走软。美国银行体系非常需要通胀走低，因为这将促使美联储停止加息并开始暗示降息。截至目前（2023 年 4 月中旬），我们看到 71% 的彭博社受访对象一致认为美联储将在未来 6 个月内降息。
- 尽管实体经济和金融市场之间的分裂扩大，但毕竟盈利前景越来越弱，股市反弹可能会最终消退。我们看好美国和日本股市，并对高股息股票很有信心，尤其是那些按月派息的股票（日本除外）。
- 在新兴市场股票方面，我们认为中国股市将在增长前景改善、相对估值偏低以及政府相关刺激措施等因素的推动下走高。

我们不会增加风险敞口，而是将风险偏高的部位替换为久期更长、横截面估值更好的配置。



新维创资本—关于我们

我们在这个月里一再听到如下声明：

“全球房地产市场可能是各国央行提高利率以应对持续通胀的最大障碍”。

这与我们的观点一致，即实际总体通胀率与市场理解和吸收它的方式之间存在差异。

在三月份的多次客户会议上，我们意识到，虽然股息是我们个人和企业客户的持续需求，但实际业绩也应该是稳定收益来源的一部分。由于债券和基金投资在今年前两个月表现不佳，我们感受到了客户对能克服债券异常波动性和持续外汇风险、具备韧性并提供稳定回报的投资产品的强烈兴趣。



我们是您真正的合作伙伴。

总的来说，已经在新加坡或亚洲房地产市场获得敞口的投资者在美联储一旦确认降息从而导致美元趋势逆转之前就意识到了外汇风险。这可能会侵蚀受益于低利率环境的房地产头寸或高股息股票带来的收益。如何应对这一变局也是我们许多潜在客户的强烈需求。

3 月我们非常忙碌，所有团队成员都努力捕捉强劲而动荡的市场所带来的机遇。一些未知仍然存在，但我们的市场对冲策略也已准备就绪。

免责声明:本报告(包括任何附件)是为收件人的独家使用和利益而编写的，仅限提供本报告的目的。除非我们提供明确的事先书面同意，否则本报告的任何部分都不应被复制、分发或传达给任何第三方。如果本报告被用于其预期的其他目的，或就本报告向任何第三方使用，我们将不承担任何责任。