

月报 (2023 年 8 月)



本月洞察

2023 年 7 月，影响我们投资组合及其各自策略的核心主题是：

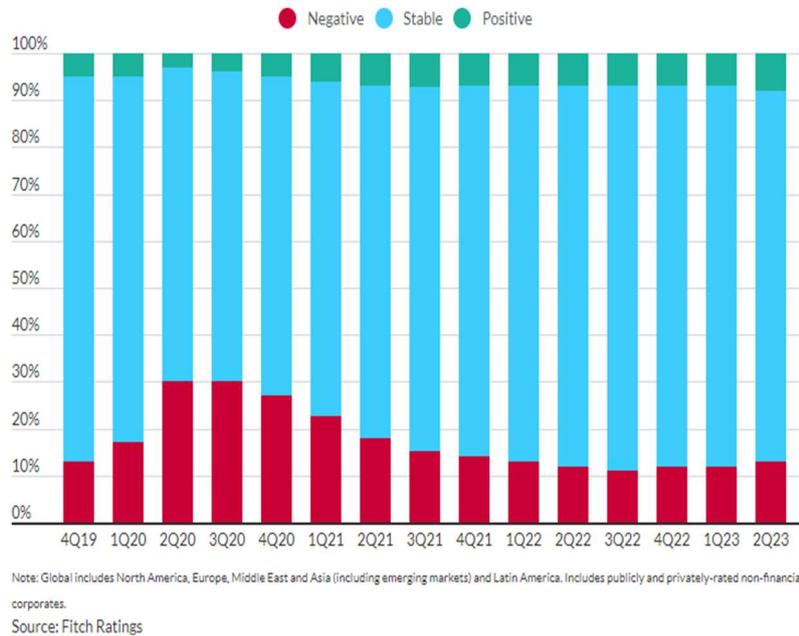
1 – 较低的通胀数据促使策略师恢复乐观情绪。但这现实吗？

“我们更加乐观，因为经济一直相当有弹性。裁员率仍然很低，实际可支配收入增长出现了令人印象深刻的反弹。我们也看到货币政策收紧和加息对经济增长的拖累较小，”高盛首席经济学家兼全球投资研究主管 Jan Hatzius 表示。

在我们看来，虽然通胀下降支持美联储货币政策转向的预期，但它也对名义收入增长和收益构成风险。由于价格是今年许多公司保持销售增长高于零的主要因素，如果价格翻转，那将是一个重大阻力。

投资者需要更多地关注公司营收增长的增速，以确定赢家。由于通胀快速下降，这将更难找到，削减成本或好于预期的盈利结果将不再能完成，至少对增长行业而言是这样。另一方面，我们有预期相当低的价值型股票。2023 年 7 月，金融股的盈利远非令人印象深刻，但并不像人们担心的那么糟糕。这种交易可能已经过去，但随着中国现在在短期内提供一些额外的财政刺激措施，能源和材料股可能会基于同样的理念反弹。

7 月底，惠誉评级发表了一篇文章，指出尽管今年第二季度的净评级活动略为正，但在过去六个月中，公开和私人评级的全球非金融企业投资组合的负面展望份额略有上升。13%的评级投资组合对前景为负面评级，而第一季度末为 12%，去年第二季度末为 13%。惠誉评级对北美未来信用指标趋势的看法推动了这一小幅上升，报告中涵盖的发行公司北美约占 40%，欧洲、中东和非洲、亚太地区和拉丁美洲分别约占 25%、15%和 20%。



2 – 围绕中国经济增长的负面叙事有多真实？

在北京暗示将提供更多刺激措施来支持经济后，中国股市上涨。上证指数上涨 3.42%，蓝筹股沪深 300 指数飙升 4.47%。在香港，基准恒生指数上涨 4.41%。

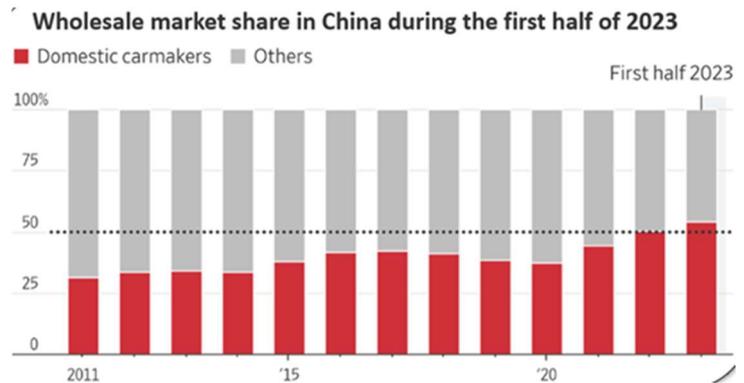
继 7 月份 PMI 公布后，投资者对美国经济增长 2.6%感到兴奋。这并不比中国 6.3%的 GDP 增长好，即使考虑到较低的基数。中国面临的一些问题，也不比美国差多少。人口老龄化和人力萎缩造成的人口问题并不比美国

严重多少（只有非洲和中东没有面临这样的问题）。“过度建设”的房地产在中国是一个长期问题，其他地区也是如此——美国和欧洲在商业房地产方面也面临着类似的问题。

一个明显好的迹象是，中国政府正在转向亲商。商务部与国家发展和改革委员会已要求包括腾讯和美团在内的中国最大的科技公司提供其对消费、电信和媒体公司成功创业投资的案例研究。这表明，在两年前的打击之后，对此类交易的限制可能会放松。虽然没有具体说明提出新要求的原因，但任何扩大看好投资都可能标志着之前对“无序资本”的打击的逆转。

受此消息影响，美团和腾讯股价反弹，恒生科技指数也升至 2023 年 2 月以来的最高水平。

根据 tenviz.com 的一篇文章，中国的技术出口在过去十年中增长了四倍。此外，中国本土乘用车品牌正在获得巨大的吸引力，在中国汽车批发市场的表现一直优于西方竞争对手。随着近年来电动汽车销量的大幅增长，本土品牌在 2023 年上半年的销量占比从去年的 48% 上升至 54%。



越来越多的人认为，中国电动汽车制造商将电动汽车出口到欧洲、亚洲甚至美国。事实上，一些中国制造的汽车已经以西方品牌在美国销售，包括别克 Envision，Polestar 2 以及即将推出的林肯鹦鹉螺（来源 tenviz.com）。中国的比亚迪已经在为北美的公交车队提供电气化，尽管最近的法规似乎阻止了这一趋势。



从新闻到投资

- 7 月 7 日 - 习主席敦促江苏带头推进中国现代化建设。
- 7 月 8 日 - 劳伦斯·萨默对控制通胀过度自满发出警告，预计债券价格将进一步下跌。
- 7 月 8 日 - 耶伦会见了负责经济政策的中国新领导人，并缓和了美国关于“脱钩”的言论。
- 7 月 11 日 - 中国 6 月新银行贷款在政策支持下增幅超过预期。
- 7 月 13 日 - 日本政府养老基金向黑石房地产基金投资 5 亿美元。
- 7 月 14 日 - 截至 2023 年 6 月，美国预算赤字几乎增加了两倍。
- 7 月 17 日 - 中国人民银行展期到期的中期政策性贷款并保持利率不变。
- 7 月 18 日 - 私募股权融资连续第三个季度下降。
- 7 月 18 日 - 欧盟计划设立 200 亿欧元基金，用于未来数年为乌克兰补充军事装备。
- 7 月 19 日 - 英国 6 月通胀率下滑至 7.9%，低于预期的 8.0%。欧洲 CPI 为 5.5%。
- 7 月 19 日 - 沙特阿拉伯是中东和北非地区上半年风险投资的最大接受国。

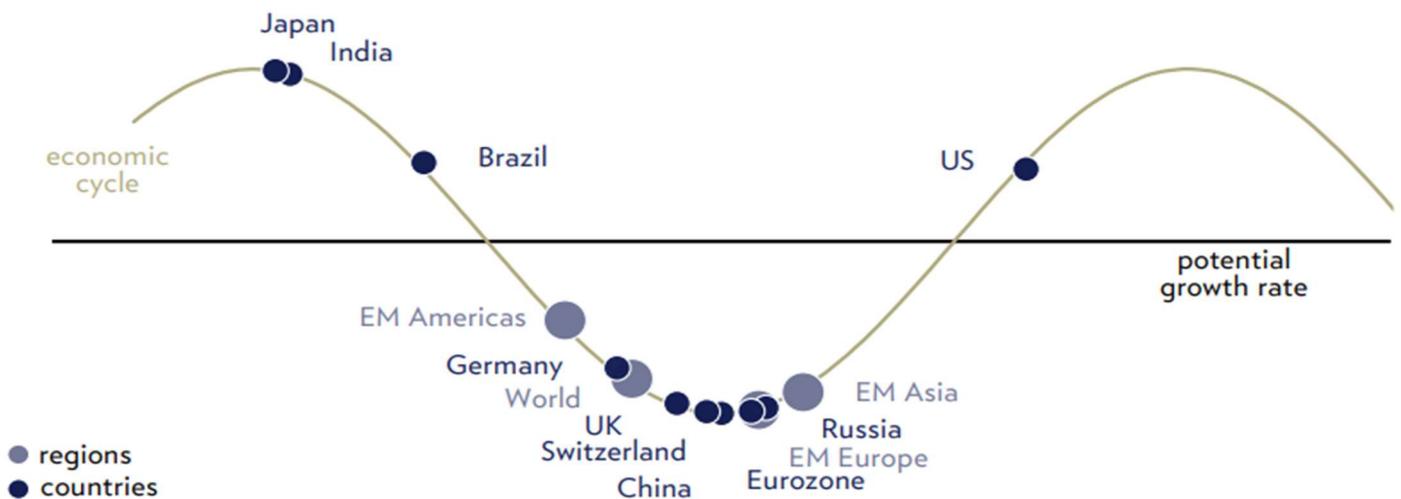
- 7月20日- 高盛利润因房地产业萎靡及交易量下滑而下挫。
- 7月24日- 欧元区7月综合PMI初值为48.9，低于预期的49.7。
- 7月24日- 美国7月制造业PMI为49.0，高于预期的46.2，而服务业PMI为52.40，低于预期的54.0。
- 7月25日- 中国证券监管机构誓言进一步开放资本市场。
- 7月26日- 中国的青年失业状况威胁着习近平的经济愿景。
- 7月27日- 美联储加息，鲍威尔为9月份再次加息敞开大门。

随着快速的货币政策收紧开始产生影响，世界经济正在降温。今年早些时候，我们预计全球经济增长将在2024年初放缓并停滞不前，这种影响将更加强烈。在高通胀的挑战下，各国央行已将政策利率上调至中性以上水平，大多数经济体看起来都已见顶，因为通胀降温，经济活动正在放缓。

消费复苏和投资改善提振了日本的增长前景和通胀压力。日本央行正在逐渐改变其超级扩张立场，但在月底会议上的决策显得缺乏任何果断性。

在中国，在最初强劲地重新开放推动之后，经济势头明显放缓。如果没有改善信心和政策支持，增长可能会继续乏力。到目前为止，我们对中国重新开放刺激的经济活动感到失望，但仍预计这种情况年内会有所改善。

瑞士宝盛提供了一份关于世界经济状况及其在经济增长周期中的位置的报告：



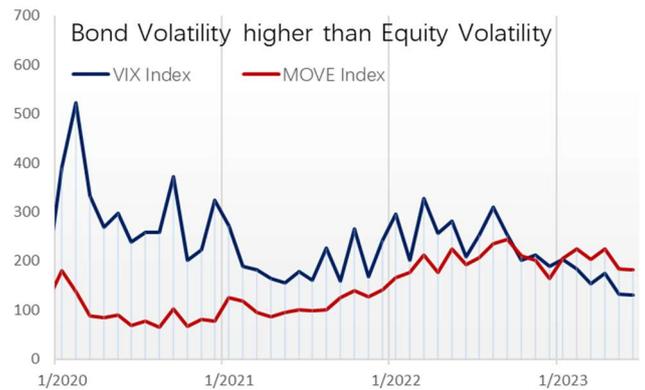
资料来源：瑞士宝盛; EM 即新兴市场; 时期：2023年8月。*经济体的相对位置：a) 在各自的经济周期内，b) 相对于其他经济体的周期，以及 c) 相对于其自身的长期增长潜力（水平线）。

虽然这捕捉到了世界经济中一个有趣的动态，但我们对日本和印度的权重处于下降的边缘感到担忧。美国却继续增长，尽管各自经济指标例如 PMI 预示着相反的信号。即将于8月公布的 PMI 数据有望对此带来必要的确认。

美国和许多其他发达市场的利率可能尚未见顶，通胀仍然具有持续性，尤其是在英国和欧元区。流动性急剧下降，我们认为高债务和偿付成本的压力仍可能为市场带来意外状况。投资者仍然需要保持谨慎。

为了进一步了解市场，美国股票和美国高收益债券的隐含波动率延续了这种异常关系，股票波动率仍处于低迷水平。ICE BofA MOVE 指数跟踪（高收益）债券市场的波动性，以及 2008 年 GFC 及以上股票波动率水平的回报（芝加哥期权交易所波动率指数或 VIX 跟踪股票波动性）。

Sources: Bloomberg, New Dimensions Capital, as of 31st July 2023.



展望未来:

- 7 月份股市保持积极基调，远高于我们的预期。我们调整了对冲并降低了股票空头交易，同时设计了一个反应性较低且更符合市场趋软信号的流程虚弱的迹象。除非发达经济体的通胀数据再次升温，否则我们预计这一趋势将继续下去。
- 我们仍然相信新兴市场股票的强劲经济背景及巨大的反弹潜力。从大局来看，新兴市场预计在 2023 年至 2025 年期间累计增长 13.3%，而发达市场预计同期仅增长 4.1%。如果还没有准备好在中国投资，可以借助 MSCI 新兴市场小盘股指数作为替代或补充敞口。



投资观点

3 个月至 10 年期美国国债利差倒挂——传统上是经济衰退的预兆——已经长期处于深度水平。这是由于债券投资者重新定价今年进一步加息，而就在两个月前预计会降息三次，短期上涨。较长的一端正在下跌，因为投资者将资金配置在更安全的资产，并在经济衰退即将到来时寻求久期敞口。

虽然债券市场大幅适应不断变化的宏观预期，但股市继续上涨，因为通货紧缩趋势、弹性的消费者支出和疲软的经济衰退等数据支撑起乐观的宏观前景预期。这种情绪超过了全球央行发出的利率长期走高的鹰派叙事的影响。

根据我们的行业分析，在 2023 年 7 月，成长股或科技股依然表现良好，尽管上涨幅度有所放缓（请注意全球成长股在 2023 年 6 月上涨达到 6%，而在 7 月时降到 2.7%）。一个引起我们注意的且我们认为会持续的趋势是增加对低波动性股（防御性行业）的关注，该行业在这个月上升了超过 3%，而在 5 月和 6 月却表现平平。

Jul-23	GLOBAL GROWTH	APAC GROWTH	GLOBAL QUALITY	APAC QUALITY	GLOBAL MINVOL	APAC MINVOL	Global IG 1-3Y	Global IG 3-5Y	GLOBAL HY	GLOBAL YIELD
	EQUITIES						BONDS			EQUITIES
1 MONTH	2.70%	2.98%	3.23%	2.95%	1.39%	3.27%	0.47%	0.33%	1.77%	3.40%
1 QUARTER	11.60%	11.18%	10.86%	7.81%	0.33%	3.04%	0.41%	-0.62%	3.16%	3.63%
1 YEAR	16.35%	15.04%	18.03%	6.03%	4.49%	5.87%	1.63%	-2.56%	8.08%	8.89%
3 YEARS	31.70%	26.15%	41.06%	2.50%	15.43%	5.57%	0.21%	-8.31%	1.36%	33.01%
5 YEARS	74.76%	65.35%	81.43%	24.77%	30.53%	0.97%	7.43%	-3.10%	10.12%	34.47%
10 YEARS	201.17%	179.10%	219.62%	92.30%	107.19%	45.40%	14.29%	1.74%	40.64%	87.62%

Source: New Dimensions Capital, Bloomberg.

为了给这一因素绩效分析增加新鲜视角，我们收集了道富托管业务的数据，并意识到资金继续流入美国和全球产品，而日本和欧洲则出现了最近半个月的资金外流。从分配给行业的资金流来看，全球金融和能源行业的资金流出以及非必需消费品和通信行业的资金流入（尽管水平较低）的趋势仍在继续。尽管这两种情况都表明了轻微的避险情绪，但几乎所有股市都收于高点或接近高点，在已经过去的半年中增加了 2.5%至 4%。7 月底强劲的一周使 MSCI 中国指数以近 9%的月回报率领跑。

我们的兴趣仍然在亚洲，我们看到基础设施建设（工业）、自动化和数字化（技术相关支出）以及较低程度的人口结构增长（医疗保健）等几个结构性增长驱动因素。

虽然我们目前不愿意在中国投资，但我们预计政府对购房者和开发公司的支持将取得一些成果。投资者看好房地产行业的未来增长，该行业的交易价格高于其 3 年平均市盈率。分析师对电信行业最为乐观，预计未来 5 年该行业的年盈利增长率为 39%。

2023 年 7 月的一个强烈潜在想法是低通胀水平（CPI 为 3%）与美联储对此的反应之间存在异常分歧。由于现在的说法是美联储和其他央行“依赖数据”，因此美联储加息甚至提到进一步加息这一事实令人惊讶。我们对这样的举动感到困惑，美联储指出通胀水平并不像他们所接受的那样，而市场在较低的物价和通胀背后玩了一场充满活力的游戏。

这是我们和其他投资者一样保持警惕并追踪当前异常积极叙述的任何变化的另一个原因。



新维创资本 – 关于我们

在过去的七十年中，股票和债券的组合（50/50 甚至著名的 60/60 平衡投资组合）在五年滚动期内从未产生负回报。

现实生活中的风险管理更聚焦于短期效应，风险因素锚定在可能迅速减少会计利润的事件上。

有效的风险管理计划通常包括金融对冲和非金融杠杆的组合，以减轻风险。然而，很少有公司充分探索金融对冲的替代方案，其中包括可以更有效、更便宜地降低风险的商业或运营策略。

自本基金成立以来，新维创资本与大华继显和马来亚银行优质客户部合作，允许使用 SP500 和 MSCI 新加坡指数期货对冲我们的投资组合。除此之外，遵循制度化的投资组合构建方法，我们建立了一个空头股票头寸，作为限制投资组合下行空间的另一种方式。

该流程与新维创资本的投资流程实现了完全整合。

“大致正确比完全错误要好”
- 约翰·梅纳德·凯恩斯