

季度报告: 新维创稳定收益基金 (2023 年第二季度)

纲要 & 新维创资本

- 本季度主要经济和金融事件
- 投资组合绩效分析
- 投资主题和前瞻性考量



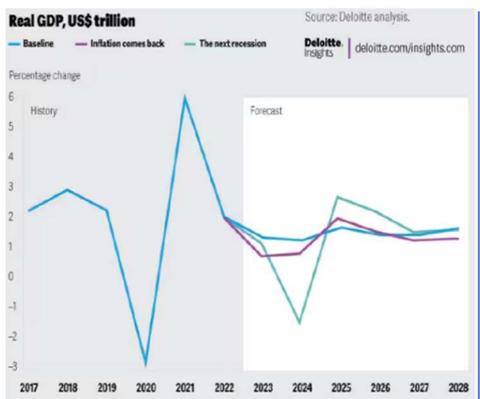
新维创资本(NDC), 新加坡

知名多家族办公室，为多代家族财富的创造和管理提供新的视角和指导。作为新加坡首屈一指的资产管理公司，新维创资本致力于指导、保护和增长客户财富。自 2020 年由符梅莲女士创立以来，该公司始终致力于成为区域富豪家族和超高净值投资者值得信赖和可靠的合作伙伴。

1.本季度主要经济和金融事件

在经历了又一个“全力以赴”的季度之后，我们意识到在具有持续挑战性的市场中，成功投资的关键在于能够排除干扰，专注于战略决策。投资组合的再平衡需要考虑多种，如：在周期中的位置，价值和情绪驱动因素，以及投资组合本身的考虑因素。

本季度，全球股市普遍走高，其中以发达市场为主，尤其是美国，而新兴市场的股票表现则相对滞后。人工智能（AI）的热情推动了科技股的上涨。虽然美联储在 6 月选择暂停加息，但在此期间，世界主要中央银行都提高了利率。同期，政府债券的收益率也上升（因此，价格下跌）。



美国股市在季度末收高，其中大部分涨幅出现在六月。尽管利率上升，但通胀适度和美国经济的韧性使得股市得以上涨。第一季度的 GDP 增长经过修订后，表明实现了 2% 的年化增长率，这远超过之前预估的 1.3%。

尽管各种信号一直指向经济增长的韧性和强烈衰退的可能性非常低（见德勤的图表），但最主要的担忧仍然是衰退的可能性。

2023 年第二季度关键统计数据（来源：晨星）：

- 根据晨星美国市场指数，股票在本季度上涨了 8.5%，全年累计上涨了 16.5%。
- 2023 年 1 至 5 月期间，前 10 大股票贡献了美国市场总体增幅 9.6 个百分点中的 9.3 个百分点，占了 97%。到了 6 月，这种集中程度有所扩大，像礼来制药和 Adobe 这样的股票也对股市上涨做出了贡献。

- 2023 年是晨星美国技术、通信服务和消费周期性指数自 1999 年开始追踪记录以来的上半年最好表现。
- 成长股持续表现良好，同时伴随着低波动性，这是风险另一端的一个因素。
- 到 6 月份，股市进入了新的牛市，从 2022 年 10 月的低点上涨超过 20%。到 2023 年 6 月底，纳斯达克综合指数上涨了 30%，这是几十年来的最高水平。
- 在 6 月的政策会议上，美联储首次在 15 个月内暂停加息，保持利率稳定。
- 收益曲线连续第五个季度保持倒挂，这表明可能会发生衰退。

	Performance (%)		
	Q2 2023	Q1 2023	1 Year
U.S. Equities			
U.S. Market	8.49	7.40	19.25
Value	3.86	0.18	11.45
Growth	11.64	14.79	23.41
Dividend Composite	3.24	0.55	11.36
Wide Moat Composite	12.10	9.34	23.81
Global Equities			
Developed Markets ex-US	3.13	7.53	17.08
Emerging Markets	1.77	3.58	4.00
Fixed Income			
U.S. Core Bond	-0.82	2.92	-1.05
U.S. Treasury Bond	-1.37	2.97	-2.33
U.S. High Yield Bond	1.65	3.68	8.93
TIPS	-1.45	3.38	-1.81
10+ Year Treasury Bond	-2.35	6.18	-7.56

资料来源:

- 晨星直达
- 晨星指数

截至 2023 年 6 月 30 日

1. 投资组合绩效分析

NDC STABLE INCOME FUND	QTR 2 2023
NAV	9.36
QTR P&L	-3.70%
Investment P&L	-0.76%
Hedging P&L	0.05%
FX P&L	-0.71%
Dividend Rec.	1.33%
Expenses	-1.37%
Dividends Paid	1.00%

对于许多投资策略来说，2023 年第二季度是困难的，尤其是对于寻求收益的策略，但这也成为了一次寻找路径的经历。本基金净资产净值 (NAV) 减少了 3.7%，但从管理的角度看，我们成功地支付了第一笔股息，渡过了美元对新加坡元的波动期，并启动了旨在平衡股票市场弱势期的卖空股票程序。

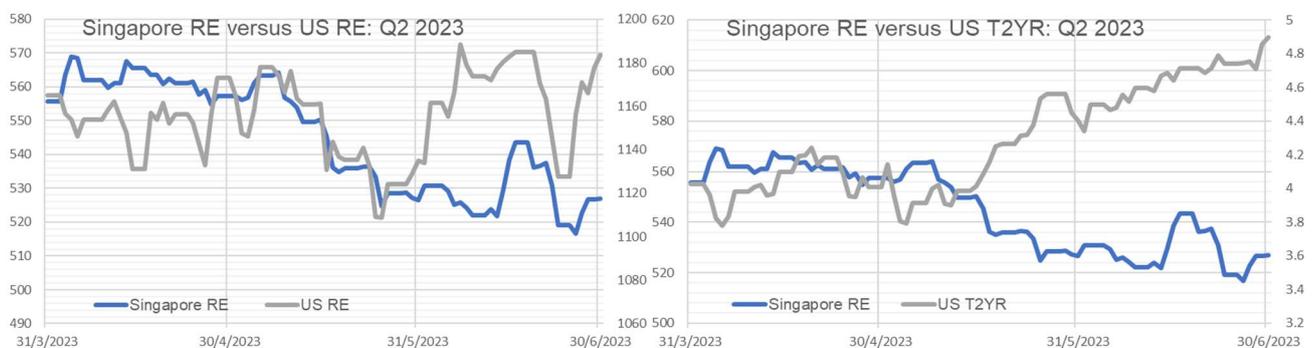
2023 年 5 月是表现最弱的一个月，成长股或科技类股票表现超过了价值股。由于对价值股和高收益股的敞口，收入策略受到的影响最大。

2.1 投资组合构建和特定配置

新维创稳定收益基金（NDC SIF）的策略是每季度分发稳定的股息，同时提供坚实的资本收益，为基金的投资者提供稳定的收入。

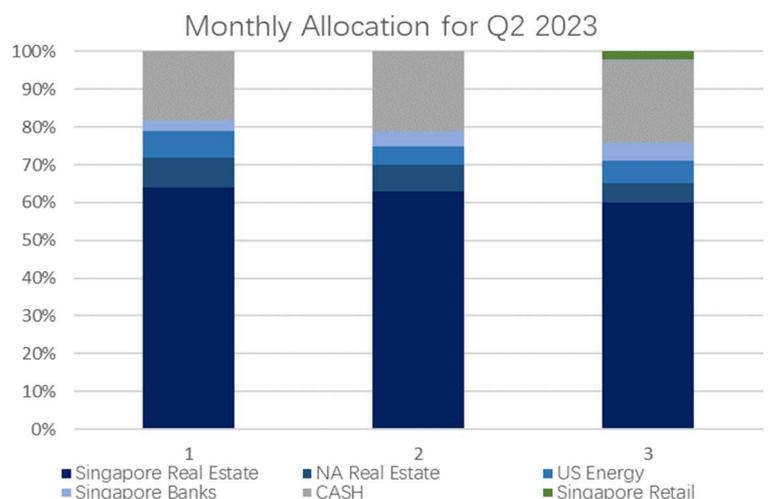
投资组合构建方法保持不变，我们继续增加新加坡优质派息股的持有比例。这仍然是投资组合的核心配置，包括新加坡房地产投资信托基金（REITs）和几家新加坡银行。由于房地产行业是更高股息收益的主要来源，该策略也扩展到了美国和加拿大的房地产投资信托基金。

投资组合在本季度前半段的表现还可以，但在五月中旬左右，我们观察到新加坡的房地产投资信托基金开始落后于其美国同行。当美国的房托开始超越他们的新加坡同行时，这一点在五月中旬就很明显，然后在接下来的整个月中飞速领先（如下图左边所示）。基金经理深入分析了这种突然的关系断裂现象，认定背后的原因是关于利率上升的争论加剧，如下图右边所示（新加坡房地产与美国两年期国债指数对比）。



除了积极管理投资组合外，管理者还通过在欧盟或美国科技股，美国航空股上配置空头头寸，以平衡投资组合的多头部位，增加了新的收益来源。为了更有效地对冲核心房地产部位，我们在六月份增加了欧洲房地产空头头寸。尽管受到汇率不利走向的拖累，但表现已经有所改善，几乎趋于平稳。

除了投资组合核心配置对新加坡房地产投资信托基金的效率低下外，本季度现金拖累（平均为 22%）和中国相关头寸的持续疲弱表现，也是减损因素。



2.2 自上而下的业绩分析

在这里，我们根据投资组合对我们认为对投资策略重要的某些全球主题或因素的敞口来分析业绩。我们使用按它们在季度中被分配的期间加权的投资组合持有股票（即：持有一个月的股票相对于持有两个月的股票，将被赋予后者权重的一半）。

此外，我们分析了预期和非预期因素对回报的贡献，例如：高股息、房地产、防御性、工业、能源、低风险等等。

对于今年第二季度和本基金而言，我们发现对股息收益股票的配置以及对科技股票的配置缺失都对基金的表现产生了下行压力（相对于美国主要指数）。

到第二季度末，纳斯达克增长了 30%，S&P 500 增长了 16%（数据显示，超级七巨头 - Alphabet、Apple、Meta、Nvidia、Amazon、Microsoft 和 Tesla - 占了 2023 年收益的 70%以上）。由于科技类股票通常很少或根本不支付股息，所以我们的策略并未分配此类股票。

从自上而下的角度来看，我们已经意识到在五月中旬左右，新加坡 REITs 的“忠诚”投资者开始关注美联储和其他中央银行的利率上调消息，几乎忘记了他们的优越估值或者美国甚至是亚太其他地区同类行业的表现。对于亚太地区来说，澳大利亚和日本通过利用更广泛和更深的市场可用性，为他们的投资者带来了更高的回报。

Investment Asset / Period	2 Quarter	YTD	1 Year	3 Years	5 Years
NDC Stable Income	-3.60%	-6.40%	-	-	
INDICES					
Global High Dividend	2.06%	3.76%	0.98%	32.68%	30.05%
Apac High Dividend	0.45%	6.87%	6.91%	26.76%	10.89%
Global Real Estate	0.24%	1.59%	-5.99%	13.98%	15.72%
Singapore Real Estate	-6.27%	-5.26%	-9.86%	-0.80%	-5.97%
Global I.G. 3-5 Years	0.00%	2.07%	1.13%	-3.63%	6.47%
OTHER FUNDS					
Vanguard Equity Income (USD, US)	3.06%	0.89%	8.72%	48.75%	49.14%
Threadneedle Equity Income (USD, LUX)	2.47%	8.39%	11.56%	38.18%	22.97%

新加坡房地产行业与全球及亚太地区同类行业之间的差异显而易见。上述的表现表格清楚地表明，新加坡房地产投资信托基金的表现明显低于高股息指数，这种关系通常显示出更高的相关性。大型机构投资者已将资金分配到科技股票或欧洲资产上，从而提高了同期的净资产价值（尽管这破坏了他们支付股息的能力）。

我们将继续定期调整我们的投资组合，并以小步伐向回报率高的行业改善配置，因为我们预计市场的波动性将显著提高。

2.3 企业行动和积极投资策略

我们基金第二季度在股息积累方面一直表现良好。我们预计我们的投资者将获得略高的配置，年化股息收益率为 4.33%。本基金没有参与新加坡房地产板块的几笔配股(凯德腾飞和丰树实业信托)，因为基金经理意识到，近期此类企业行为的表现并不像预期的那么强劲，这再次证明该板块没有得到投资者的良好支持。这样做的回报不仅在于避免了各自的损失，还在于以比配售更好的价格买入了同一家公司的股票。

基金经理计划下一个季度增加对日本市场的配置，这个市场正在增长且仍被低估，并通过包括更广泛的业务来多元化投资组合，比如新加坡吉宝集团和新加坡航空公司，香港大型房地产投资信托基金，或者美国工业和零售业股。

3. 投资主题和前瞻性考量

当我们关注于提高回报时，我们增加了对优质和增长股票的配置，并依赖每一次市场回升来实现非核心配置的少量盈利。为了进一步保护盈利能力，我们正在寻找优质股票、强大的资产负债表，除了高回报率，我们还寻找销售增长作为需求增加的良好指标。

- 与上一季度不同，我们脱手了美国能源股和部分房地产股，特别是那些对办公业务有高曝光度的股票。对于房地产股票，我们更喜欢那些运营现金流良好的公司，而不是纯粹依赖每股收益 (EPS) 估值的公司。
- 我们增加了对零售或消费者必需品和工业多元化股的配置。

从投资组合构建的角度来看，尽管欧洲股票在 2022 年第四季度和 2023 年第一季度是投资者的最爱，但我们已经开始在欧洲股票上设立了小额的空头头寸。鉴于欧洲制造业前景较弱，我们怀疑盈利公告会受到市场参与者的进一步关注。我们追求的是基金的收入策略，我们并未投资科技行业，我们的观点是，这个行业将会冷却下来，投资会多元化到工业、能源或大型银行。

3.1 经济数据喜忧参半，必须谨慎管理

矛盾的经济数据似乎在全球叙事中的重要性日益增加，特别是在美国。最近的 ISM 制造业指数和采购经理人指数显示出了收缩/衰退的指标。木材价格下跌，但尽管融资成本增加，房价还没有崩溃。我们看到服务业的通货膨胀和就业数据显示出巨大的需求。美国有超过 1000 万个未填补的职位。失业率仍然低于 4%，但增长明显在减弱。工资增长虽然继续，但其速度低于通胀。

悬而未决的问题是美国是否会在 2023 年或明年初陷入衰退。结果可能会让两方都感到惊讶，基本情况的可能性正在降低。一种可能的结果是美国经济，以及一定程度上的全球经济，经历一个温和的衰退和持久的通胀，这是由美联储持续长时间的高利率所预示的。

实际上，在短期内，我们看到市场的弹性和投资者考虑的是正面的新闻和头条，而不是其他的。我们认为，一个聪明的交易是匹配流动性和利益的交易，而不是跟随情绪和价格的交易，并对其进行定性解释。目前，流动性和交易兴趣证明市场参与者已经预计到联邦基金利率的峰值更接近，几乎没有衰退，我们认为这是最好的情况（结果的概率为 20%）。

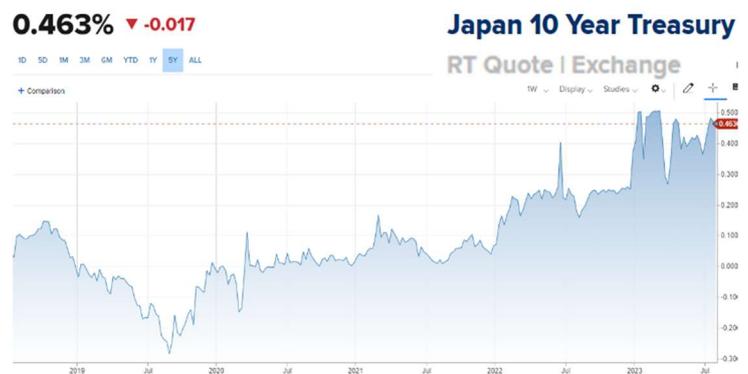
我们保持冷静并部分进行对冲。我们对美国的房地产投资信托基金保持谨慎，对新加坡的房地产投资信托基金保持积极，因为我们认为相对于他们优秀的资产负债表质量，他们自 2023 年第一季度以来的疲软有些过于夸大。

我们针对的是多元化的企业和能抵抗衰退的企业 - 消费者必需品、工业、医疗保健、能源。在地理分配上，我们将增加对日本的投资。如果中国在其复苏过程中不出现问题的话，也将增加对香港的投资。取决于新的数据发布，我们正在密切监控能源和大型银行股票。

3.2 投资日本股票同时关注日本债券

日本正面临可能的主权债务违约。为了支付债务利息，他们需要印刷更多的日元，否则违约将导致市场大幅震荡。

我们 2023 年第一季度的报告解释了由于治理变革、低估值和可能强化的日元，对日本股票的强烈兴趣。去年日元的疲软水平是由于投资者购买美元并出售日元，以利用利率差异或美元的更高收益率所造成的。



日本央行阻止日元进一步下跌的方法是实施相当于提高利率的措施。这将导致巨大的预算赤字和进一步印制日元的需求，这是许多日本宏观分析师多年来担心的“债务死亡螺旋”。

这削弱了投资者对日本股市的兴趣，尤其是在美联储已通知再加息两次并提及尚未降息的情况下。与任何市场一样，购买日本股票应该非常有选择性地进行，并且在充分了解日本央行打算做什么之后。

3.3 建立能够抵御不同叙事和波动市场的投资组合。

头条新闻、突发新闻和研究报告的数量对任何策略或基准的投资组合都有重大影响，这是持有期的缩短。投资是基于对长期回报的预期和近年来的风险因素或情绪变化，导致交易量高于预期。

耶鲁大学经济学家、诺贝尔奖获得者罗伯特·席勒 (Robert Shiller) 预测了 2000 年代末的住房危机，他认为人们的行为往往取决于“故事”，而不是硬数据和复杂的公式。因此，我们将投资组合构建为核



心和长期配置，代表我们对市场和相关产品的长期观点，这些产品是最佳支持工具，投资组合的其余卫星部分则在战术上管理，以应对估值波动和情绪变化，遵循短期模式。

核心卫星战略减少了对市场时机或追逐回报的依赖，提供了更大的多样化，并在利用资本利得折扣方面允许更好的定位。

	April	May	June	FORWARD LOOKING
CORE				
Singapore Real Estate	64%	63%	60%	(60-65)%
SATELLITE				
N.A. Real Estate	8%	7%	5%	5%
US Energy	7%	5%	6%	5%
Singapore Banks	3%	4%	5%	10%
Singapore Retail	0	0	2%	5%
CASH	18%	21%	22%	10%
	36%	37%	40%	
Short US Tech	-2%	-3%	-3%	-5%
Short US Air Transp.	0%	-1%	-2%	-3%
Short EU Real Estate	0%	0%	-2%	-5%
Short EU Tech	0%	0%	-2%	-5%
Short EU Insurance	0%	-2%	-1%	-5%
	-2%	-6%	-10%	
SATELLITE	34%	31%	30%	~ 30%

实际上，我们继续配置领先的新加坡房地产投资信托基金以及精选的加拿大和美国房地产投资信托基金的核心投资组合，因为它们倾向于在保持适当估值的同时支付一致的股息（参见丰树物流、凯德腾飞、新加坡辉盛物流或美国波士顿地产、加拿大 Artis REIT）。

从战术上讲，我们将进一步配置零售和能源股，或具有多元化业务(即:具有多种收入流的公司)和收入增长特征(见吉宝公司、新加坡航空公司、三菱公司)的公司，以构建卫星投资组合。我们投资组合的空头仓位反映了科技板块和欧洲或美国短期超买的房地产板块的轮换，也是基金经理为平衡基金表现不佳的板块或子板块所做的部分努力。