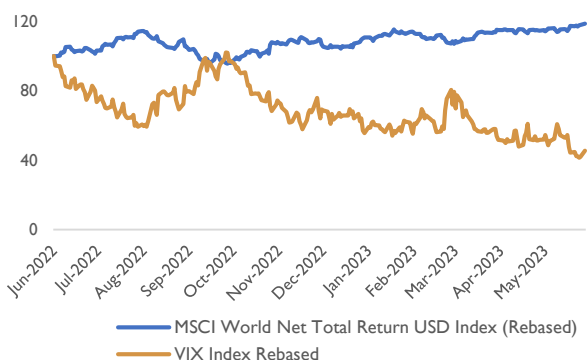


相信对于许多管理着不同资产类别和策略的专业投资人士而言，过去的12个月都是五味杂陈。然而在同一时期，那些主动承担风险，积极参与二级市场股票投资的“勇者”们，却游刃有余地穿越了一场“完美风暴”，并实现令人羡慕的收益（图表一）。这场风暴的始作俑者包括俄乌持久战、中国与西方国家之间的地缘政治风险、去全球化趋势、高通胀以及众多发达国家发起的多次调高无风险利率的举措。

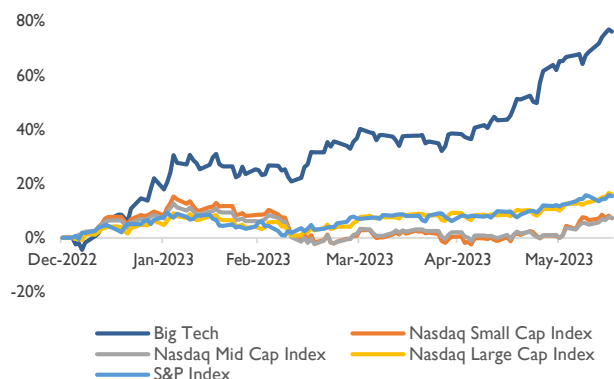
诚然，令人羡慕的收益主要来源于美国股市，尤其是美国科技股在最近六个月的亮眼表现（图表二）让人印象深刻。尽管如此，我们必须正视目前的形势，在面临即将到来的经济衰退、高周期性通货膨胀、中小型银行挤兑、财政部门资金短缺的同时，还伴随着一场所谓“功能失调的民主分歧”的展开，即便只从战术投资的角度来审视，年初预测牛市的观点也是一种盲目乐观甚至是亵渎。因此，在这样的历史时刻，我们作为一个以亚洲为重的投资者，从公开市场和私募股权两大板块出发，谨慎地分享我们的观点和值得关注的投资机会。

图表一：VIX 指数与 MSCI 世界净回报美元指数一年表现 (%)



来源：彭博，截至2023年6月16日

图表二：大型科技企业自年初至今之回报与美国其他市场比较



来源：彭博，截至2023年6月16日

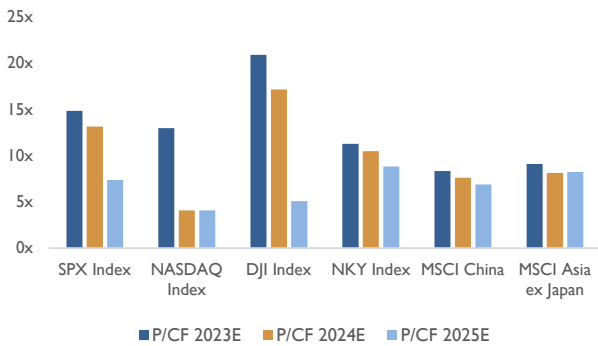
宏观经济及大类资产分析

美国股市

首先，对于今年下半年的美股市场，我们维持“中立”的态度，略微偏向积极的战术策略。鉴于实际或周期性通胀大概率维持高位，名义利率或将迎来更大的上行空间。而前言提到的表现优异的大型**科技及人工智能**等股票价格将会有所回调，从而短期内可能对美股市场带来更多的波动性。另一方面，由于家庭债务高筑、人口结构调整和信息时代的进步等结构性因素，核心通胀率有望在明年初趋于下降，

美联储可能停止提高无风险利率，甚至会早于市场预期时间采取降息。随着“完美去通胀”的论点日益得到支持，大多数美股组合将继续以生产率增长和数字革命等为投资主题，建仓对象预期会以具备高净资产收益率（RoE）的优质股票为主。有趣的是，尽管担心**大型科技股**“过热”，但从现金流量价格比率（P/CF）的角度看，纳斯达克仍然具有吸引力（图表三）。

图表三：个别股票指数自2023年至2025年之股价现金流量比(倍)



来源：彭博，截至2023年6月19日

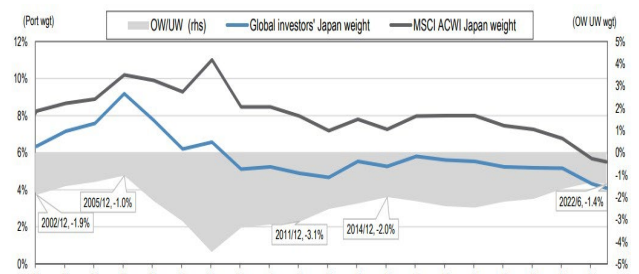
值得一提的是日本的ROE优化、创新、生产力提升、收入增长持续在为市场提供动能。东京证交所对上市公司的“强制”效率要求和日益增长的企业活跃度也很吸引投资者。加之日本央行明确持鸽派立场，导致日本市场的评级正被重估。随着基本面改善，以及大多数全球投资者还未充分配置日本市场的资产（图表四），我们认为日本市场的强劲走势有望在今年下半年持续。

亚洲股市

作为亚洲投资者，我们选择通过超配亚洲股票来执行攻守兼备的策略。需要注意的是，这部分讨论中不包括中国，相关内容将在下一部分单独分析。从宏观角度，多数亚洲国家不存在通胀问题，且股市估值和盈利增速看起来非常合理。实际上，通胀的回归以及其他因素，预示着日本股市迎来了近30年来的最强牛市。

从“中国替代”的角度看，日本、韩国和中国台湾市场包揽了全球所有投资主题下的优质资产，尤其是数字工业商品和资本品。印度和印尼很快将为投资者提供类似中国过去20年展现的“人口红利”的机会，越南等新兴经济体也紧随其后。

图表四：全球投资者对日本的配置水平仍然偏低



注：2022年数据截至6月底；相对于 MSCI ACWI 指数的增持和减持
来源：国际货币基金组织、摩根士丹利、彭博财经、摩根大通



图片来源：vecteezy.com

如何投中国？

首当其冲的一点是，所有长线投资者应当持有部分中国的头寸。从商业或贸易的角度，除非发生军事冲突，要完全“去中国化”的投资是风险过大的操作，即便可行，也会严重损害重要股东和终端客户的利益。从财务投资者的角度来看，忽视中国风险资产的潜在回报导致的机会成本是巨大且难以接受的，尽管市场有时是波动和不透明的。核心问题是该如何应对中国的投资风险？

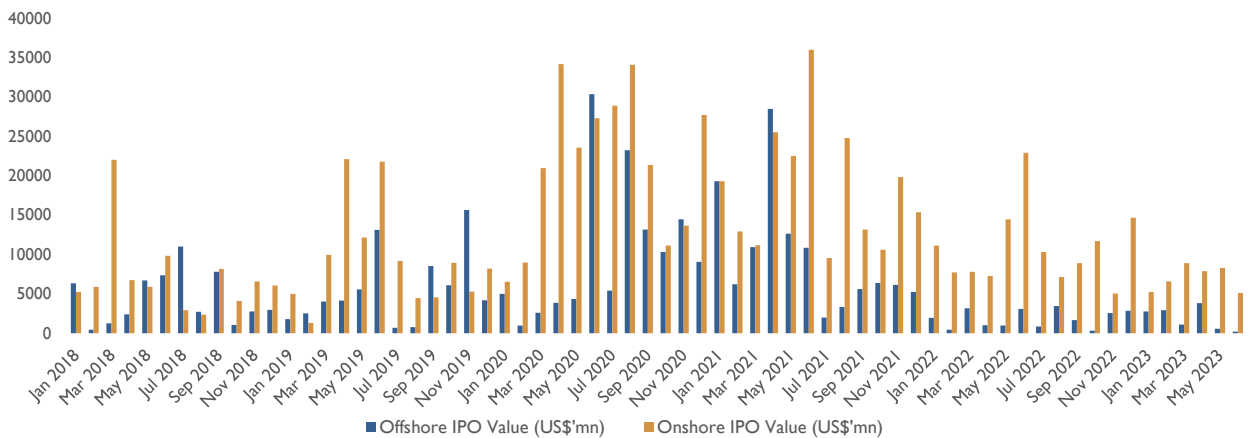
我们与越来越多的策略投资人持一致观点，即中国市场是有投资价值的，但投资组合中持有中国上市公司头寸是难以管理的，这个难题影响着股票和信贷市场。近几年，无论国内经济和企业基本面如何，二级市场里资产的风险溢价持续在上升，主要是因为投资者认为国企和民企之间的界限正在消失或被重新划分。

中美地缘政治紧张的局势导致“芯片禁令”等限制措施进一步对中国离岸市场的资产造成冲击。

相对而言，实质上封闭的资本账户和境内良好的流动性给本土市场提供了更好的风险缓冲（图表五）。因此，尽管中国的资产价格偶尔短期反弹，同时政府有可能采取暂时性措施阻止资本外流，但这些长期资产依旧有被降级的风险。只有在西方顶层思维发生变化，才能消除这些风险，但考虑到当下中西方局势，短期内可能性较低。

因此，像我们这样的中国长期投资者，应该更好地将我们的投资理念贯彻在中国的一级市场。在中国真正具有竞争优势的领域，仍有许多有前景的企业和有能力与远见的企业家。详情请在后面章节参考我们私募投资团队分析的中国私募市场投资策略。

图表五：中国在岸和中国离岸 IPO 价值之比较 (百万美元) (自 2018 年至 2023 年年初至今)

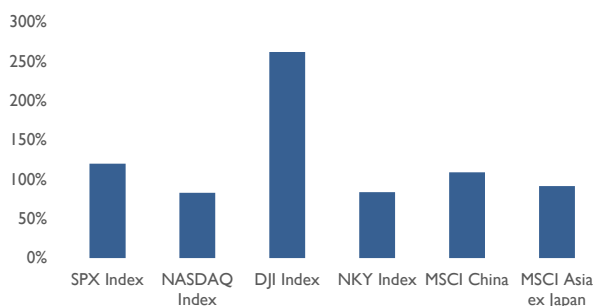


来源：彭博，截至2023年6月19日

信贷

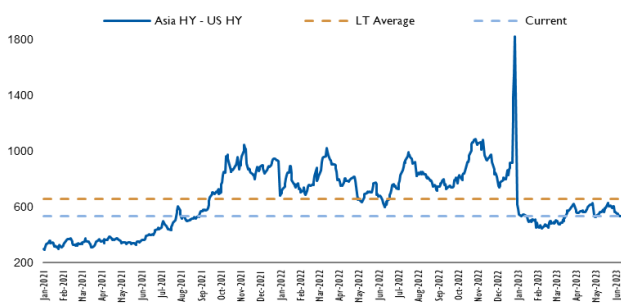
在整个信贷领域，我们对政府债券持防守策略。虽然全球财政短期内持续保持紧缩，欧洲经济体的经济衰退风险即使出现也是较小或暂时性的，所以我们倾向于投资级债券，尤其是美国市场，健康的资产负债表带来更好的风险回报（图表六）。往后我们也将高收益债券有所布局，基于美国和亚洲市场的利差（图表七），我们更倾向于投资前者。

图表六：个别指数之总债务 / 股本



来源：彭博，截至2023年6月19日

图表七：美国高收益债券和亚洲高收益债券之间的利差



来源：彭博，摩根士丹利，截至2023年6月16日

同时，我们考虑通过私募信贷来承担适度的非系统性风险。在其他条件相同的情况下，这种策略；尤其是新投资；将比高收益债券带来更好的无杠杆回报。利息持续处于高位将降低债务人的利息覆盖率，并可能引发再融资风险。因此，关键在于和有经验与充足弹药的私募信贷管理人合作，才能在当下的环境中优中选优。

其他另类投资

对冲基金

当前形势下，我们倾向于与主要资产类别或市场指数相关性低但收益波动一致的投资策略。例如，真正能够主动管理多策略和相对价值的基金管理人。因此，我们还在挖掘这类经验丰富且严格遵守投资策略的私募信贷管理人。

房地产

我们对整体房地产持谨慎态度，因为无风险利率维持高位压低了估值，同时导致当前租金收益不太具备吸引力。全球经济前景疲软意味着房地产机会必须以逐个项目为基础进行评估和配置。



行业观点

医疗健康

过去三年因新冠疫情肆虐，导致国内外对医疗产业的关注度不断提高，整个市场在2020年至2021年期间对医疗产业的关注更是创历史新高水平。在此期间，由于医疗产业不断升温，导致市场对医疗需求的理解出现了短暂的偏差，bio-tourists纷纷涌入也进一步偏移了企业的估值。时至今日，市场仍在就此脱轨现象做进一步的调回与纠正。

在市场经历回调的过程中，社会对医疗产业的需求依然持续增加，其作为社会刚需的主轴仍维持不变。首先，人口老龄化是行业在需求端增长方面的主要核心动力。中国目前已正式步入老龄化阶段，据分析2040年的老年人口将会是2020年的2倍或以上，人口老龄化导致癌症与心血管疾病等慢性病的患者数量不断增加，意味着社会对医疗的需求将会上升。

随着预期寿命的增长及医疗保健等需求的上升，其直接影响是医疗保健支出的增加，为了缓解医保压力，政府不断推出相关刺激政策应对压力及推动本土医疗产业创新。近几年的关键性政策也将推动中国医疗产业迈入“真创新”阶段。随着行业泡沫的逐渐消散，产业结构的不断调整，只有行业中真正具有创新性和临床未满足需求的技术与项目，才有可能在未来崭露头角。在“真创新”的驱使下，值得重点关注的热门赛道包括可以解决临床关键痛点的新科技及新类型药物；例如抗体偶联药物ADC，核酸类药物和脑机接口科技等，以及尚有较大未满足临床需求的关键领域；例如心血管疾病相关的药物开发，中枢神经系统疾病科学等，我们会在后续的专业赛道分析系列持续分享。

*“生态圈与企业的紧密衔接
变得尤为重要。如何帮助
企业开源节流，为企业赋能
从而实现合作共赢也
成为了医疗投资的主旋律。”*

尽管医疗行业本质及前景依然向好，伴随着资本市场最近两年的寒冬，企业融资情况变得越发困难，企业资金链断裂的风险受宏观市场影响而增加，其生存压力也逐渐变大。此时生态圈与企业的紧密衔接变得尤为重要。如何帮助企业开源节流，为企业赋能从而实现合作共赢也成为了医疗投资的主旋律。同时，在市场回调与估值重置的大环境下，越来越多具有吸引力的医疗投资机会正在逐渐浮现，如何利用生态圈优势取得更好的风险回报也成为了医疗投资人的必修课。



科技及消费

近年来，中国乃至全球的大环境发生了很多变化，也为投资带来不小的挑战，但与挑战伴随的还有机遇。当我们把视线聚焦在中国时，可以发现，在经历了疫情时期后，中国经济正处于一个全新的调整周期中，人口结构正在发生变化，中国的城镇化和工业化已经达到了很高的水平，所以很多时候投资人会担心中国整体投资回报率可能不同于以往。不过我们也可以看到，对比世界上绝大部分的经济体，中国具备非常庞大且丰富的产业链结构，经济没有承受过太大的通胀压力，利率方面还有很大的政策空间，中国越来越强调以双碳为代表的ESG发展路径，近期爆炸性的AIGC技术也为科技产业带来了新的推动力。

图表八：中国重新开放推动2023年经济前景

		2019	2020	2021	2022F	2023预测
国内生产总值 (GDP)	年增长率% (yoy)	6.0	2.2	8.1	3.0	4.5
国内需求	PP	5.2	1.6	6.4	2.1	4.7
消费	%yoy	6.2	-0.4	9.7	1.9	6.1
家庭消费	%yoy	6.4	-1.8	12.3	1.0	7.0
政府消费	%yoy	5.9	3.0	3.9	4.0	4.0
固定资本形成总额	%yoy	5.2	3.2	2.3	3.5	3.0
出口净额	PP	0.7	0.6	1.7	1.0	-0.2
出口货物 (美元计)	%yoy	0.5	3.6	29.8	8.5	-2.0
进口货物 (美元计)	%yoy	-2.7	-1.0	30.7	2.0	4.0
通胀						
消费者价格指数	%yoy	2.9	2.5	0.8	2.0	2.2
核心消费者价格指数	%yoy	1.7	0.7	0.8	0.7	1.2
生产者价格指数	%yoy	-0.5	-1.8	8.1	3.8	-1.8
其他						
经常账户	% GDP	0.7	1.7	1.8	2.4	1.7
美元兑人民币 (eop)	level	6.96	6.53	6.35	7.20	6.90
7天逆回购利率 (eop)	%	2.5	2.2	2.2	2.0	2.0
交易通股份增长 (eop)	%	10.7	13.3	10.3	10.5	9.5
全政府综合赤字率	% GDP	12.0	17.2	11.3	14.3	12.3

来源：Haver Analytics, 高盛环球投资研究

在消费和科技领域，所涉及到的赛道非常丰富，我们梳理出了三个主题来进行细分产业的匹配：

- i. 第一是ESG，比如：分离、使用及储存二氧化碳(CCUS)、储能、新能源汽车、材料回收、户外装备、健身服务等；
- ii. 其次是产业升级，比如新材料、核心零配件、供应链、机器人、连锁零售等；及
- iii. 第三是产业的数字化，比如智能终端、数字基建、SaaS、智慧城市、游戏娱乐等。

图表九：中国拥有全球最庞大的外汇储备



来源：中国人民银行·Roland Berger

在这些赛道内，我们仍然不断发现优秀的企业和良好的商业模式，并且在当下的周期内可以控制相对理性的估值。中国日益开放的资本市场环境也为项目投资提供了更多元化的选择与更通畅的退出渠道。整体上，我们遵循的策略是：用价值投资的方法和视角，以精挑细选的方式在具有巨大投资潜力的赛道中寻找最佳的机会，尤其会重点关注那些具备跨境拓展能力的公司和细分赛道的隐形冠军，以及围绕上市公司进行并购或者分拆的机会。

图表十：外汇管制在中国宏观经济中发挥重要作用



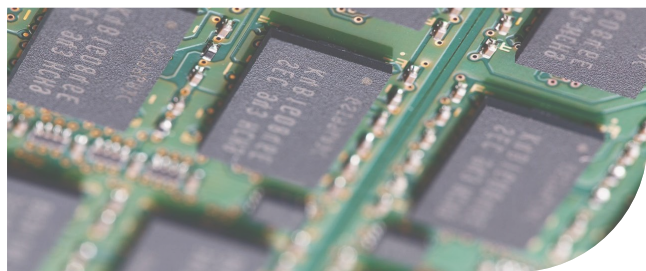
来源：中国人民银行·Roland Berger

“消费者对商品的价格仍会保持相当的敏感度，对性价比的比重将会提升。这将给相关企业在供应链管理以及功能创新方面的能力提出更高的要求。”

展望今年下半年，中国的消费零售预计将继续保持回升的态势，特别是在二季度低基数效应的基础上。但消费复苏的势能将有所放缓，由于经济结构的调整与外部环境的冲击，信心是影响消费最主要的因素。消费者对商品的价格仍会保持相当的敏感度，对性价比的比重将会提升。这将给相关企业在供应链管理以及功能创新方面的能力提出更高的要求。大宗商品的价格通胀回落有利于企业毛利率的释放，但同时消费者获取商品信息及服务评价的渠道多样性，将考验企业的营销与运营。

从消费复苏与持续增长动力层面来看，我们认为的排序是：吃 > 玩 > 护 > 行 > 穿 > 住。

中国的科技行业在政策的继续拉动（国产替代）以及新技术（AIGC）爆发的促进下，将持续保持强劲的势头，但结构方面较2022年有所不同。新材料、新能源、人工智能是当前关注的重点，并由此带动相关上下游各个细分赛道的轮动。



新材料领域，环保节能和尖端前沿材料是被追逐的热点。新能源领域，光伏、电动车等行业竞争格局日渐清晰，新技术 / 新工艺的升级与迭代为创业企业提供难得的窗口，但红利仍将进一步向头部集中。氢能、储能等领域的项目节奏较快，但估值需要时间进一步消化。人工智能浪潮刚刚拉开序幕，具有极大的想象空间。

总而言之，这是一个新的周期、新的时代、新的环境，中国市场仍然保持着其独有的魅力，召唤着有信念、有能力的投资者投入其中，分享成长的价值。

“科技行业方面，新材料、新能源、人工智能是当前关注的重点，并由此带动相关上下游各个细分赛道的轮动。”

总结

过去十多年资本市场流动资金泛滥的时期经已结束。面对着全球经济和地缘政治状况仍充满众多不确定性的环境下，在进行投资部署和配置前，我们强调投资组合的流动性和灵活性。最重要的原则是，投资项目可在高容错率及低波动性下带来适度的回报。

鼎珮首席投资官办公室及私募股权团队领导



钟民颖
首席投资官



邹舰明 (JM)
私募股权部主管



伍兆威
医疗健康投资主管



官彪
科技及消费投资主管