

摩石月刊

2020年5月

ROCKPOOL
CAPITAL

香港中環德輔道中 55 號協成行中心 6A 室

info@rockpoolcap.com T: +852 23631336 F: +852 23631137

近期內容

1. 美中冲突再升级
2. 市場 V 型復蘇，基本面 L 型“復蘇”

美中冲突再升级

PIER 8 – Thematic Opportunities (TO)

市場經歷了一波 V 型反彈，美聯儲空前絕後的“兜底”行動推動了空頭回補行情。本月市場儘管與三月低點相比有較大的回彈，但貨幣市場基金的資金量仍處於歷史高位——顯然，大多數投資者都不相信經濟復甦之路會同步於股市的反彈。

在目前宏觀下行的環境下，美中關係之間的緊張關係又重新抬頭，而且可能在選舉前都不會消退。主題機會 (TO) 認為，在當前時刻，亞洲股票相比美國股票具有更好的風險回報比。疫情的擴散和社會的動盪損害了香港經濟，導致恆生指數承壓。且恆指近 50% 的成分股是金融股，而全球其他股指金融股佔比則在 15% 左右。

然而，隨著亞洲率先重啟市場，恆生指數納入更多科技股（即同股同權，或我們所謂的“回歸”主題），合格的創新公司也會在上海的科創板上市以尋求估值的提升，未來許多投資者的目光和焦點都會在中國和香港的機會。

TO 意識到中美的科技冷戰可能會出現，因此我們添加了稀土相關的多頭倉位，這在過去美中貿易衝突的升級時起到了很好的對沖作用，我們也期待在短期內能起到對沖的效果。

PIER 8 – Quantamental (QM)

經歷了市場急劇的震盪後，PIER 8 基金以較小的正收益結束了3月。市場在本月的第一周直線回升。

由於 PIER 8 QM 只能夠將風險敞口提高到其風險配置的 50%，因此直到本月的第二周風險敞口才得以完全部署。從 4 月開始的修整期間，QM 對策略進行了重新評估並調整了模型，在 4 月的最後一周進行了重新部署。

市場 V 型復蘇，基本面 L 型“復蘇”

金融市場在 4 月份經歷了 V 型復蘇，但實體經濟卻沒有。從廣義上講，股票和信貸市場已較 3 月的低點快速反彈了 50%。樂觀的情緒產生於對“美聯儲兜底”的強大信仰，股市也已經充分定價了全球經濟在 2021 年會強勢復甦。多頭認為標普指數主要受到科技、醫療保健和通訊行業股票上漲的推動，這些股票不會受到很嚴重的影響。然而，基本面市場還沒有看到這樣的復蘇，因為企業仍然關閉，失業人數驚人。

病毒會逐漸消退，人們很快恢復到“正常”狀態嗎？還是會出現另一波疫情，導致更多的封鎖，更多的實際經濟損失？我相信，除非第二波感染迅速爆發，否則全球政府別無選擇，只能讓企業重新復工復產。政府已經無法繼續承受經濟損失，各國國民也正在抗議要求重新營業。這種情況下，基本面應該已經觸底，開始非常緩慢地追趕金融市場的估值。

即使考慮到看漲的情況，目前標普的估值看起來依然昂貴。企業利潤的下降加上股價的回升，使得標普指數的交易市盈率達到 20 倍，處於歷史區間的上限。在絕對收益的角度看，投資級信用債收益率也非常低。

但是，美聯儲的擴表的規模已超過 GDP 的 20%，並朝著 40% 的方向發展。而且央行的刺激政策在全球都得到了響應，如此規模的“放水”將再次形成信貸和股市的泡沫。不久前，市場剛經歷美聯儲引發的反轉——2018 年 12 月，傑伊·鮑威爾 (Jay Powell) 改變了利率立場。次年的信貸增長非常強勁，但大部分收益是在頭 4 個月內獲得的。我們可能面臨類似的情況，但下行風險更大。

新發行市場

美國 4 月份新發行的債券達創紀錄的 2850 億美元，超過了 3 月份創紀下的 2600 億美元。市場完全吸收了創紀錄的供應量，平均訂單超額訂購量為 3.3 倍。美聯儲對企業信貸的公開支持使新發行量比去年增長了足足 85%。波音公司總規模 250 億美元的 7 筆新發是有史以來的第六大交易，訂單峰值達到 700 億美元。新發行的溢價率已逐漸減少，到 4 月底，平均新發行溢價約為 15 個基點，而本月初約為 28 個基點。

亞洲信用市場

亞洲 BB 級和 B 級債券的收益率分別約為 7.0% 和 13.9%，債券期限約為 2.7 年。相比之下，美國 BB 級債券的收益率為 5.9%，期限約為 7 年，而 B 級債券的收益率為 8.4%，期限約為 5.5 年。不論從絕對和相對價值的角度來看，亞洲的高收益債券都比美國更具吸引力。在亞洲信貸領域中，印度 B 級評級的名字表現不佳，而中國高收益房地產則受到投資者的青睞，尤其是在短端債券（BB 優先於 B 級名稱）。

RACS 投資組合

RACS 維持看跌市場，目前沒有任何現金槓桿，保持 17% 的現金水平以應對可能出現的第二波下跌。