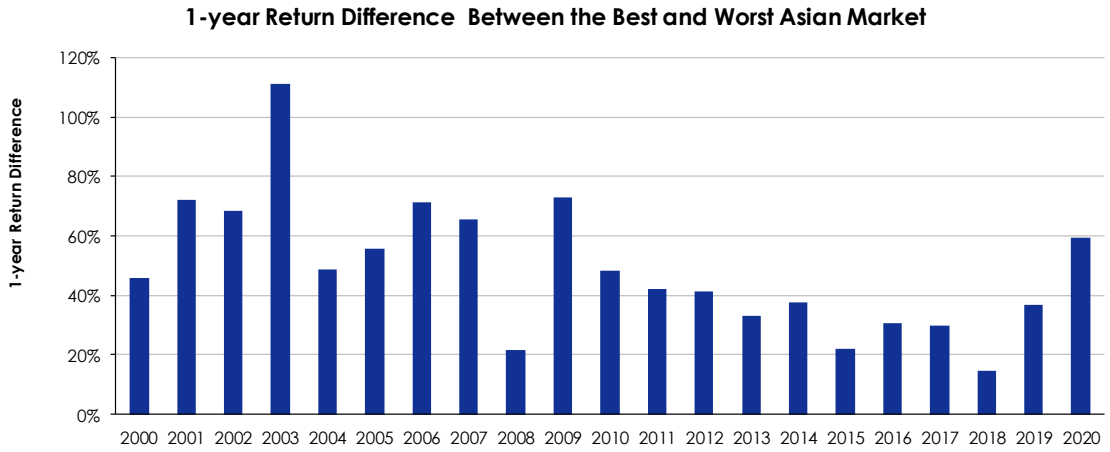
每周市场图表:

在亚洲股票市场中-我们首选中国市场

国家表现预期是新兴市场投资中最重要的投资决策



来源: 彭博, 建银国际证券

- 最强和最弱的新兴市场国家之间的投资回报差异总是很大，这使得选择国家成为大多数新兴市场投资者的关键决策。
- 关注亚洲市场的投资者也是如此。将注意力放在八个亚洲新兴市场加上香港和新加坡，自 2000 年以来，最强和最弱新兴市场国家之间的年回报率差异平均为 49.1%。今年至今，这一差异为 59.4%。

近年来，以科技股为主导的投资回报弱化了国家的重要性



来源: 彭博,建银国际证券

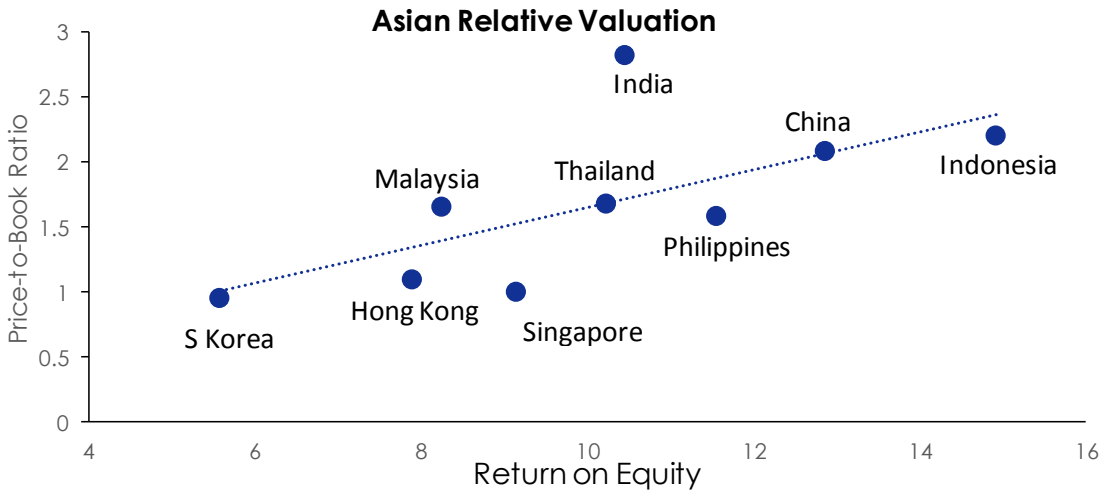
- 自 2008 年以来，从最好到最差市场的三年滚动回报差值呈下降趋势。在这低增长的时代，大市值科技股主导了投资回报，降低了国家相对的重要性（相比之下选择行业更显重要）。

- 最近市场呈现回归周期性股票和小市值股票的趋势表明以大市值科技股为回报主导的现象可能正在结束，但现在还为时过早。

- 我们预计，由于不同新兴经济体的经济政策应对不同，财政状况也不同，新冠疫情将带来一个更加差异化的世界。新冠疫情支持了贸易保护主义，我们预计未来几年贸易将成为新兴市场经济增长的相对不那么重要的驱动力。

- 外部经济增长因素相对于国内经济增长因素的重要性减弱，将导致新兴市场经济增长变得更加差异化，从而在未来几年增加国家选择的重要性

国家选择中的阿尔法值是异常的难以掌握



来源: 彭博, 建银国际证券

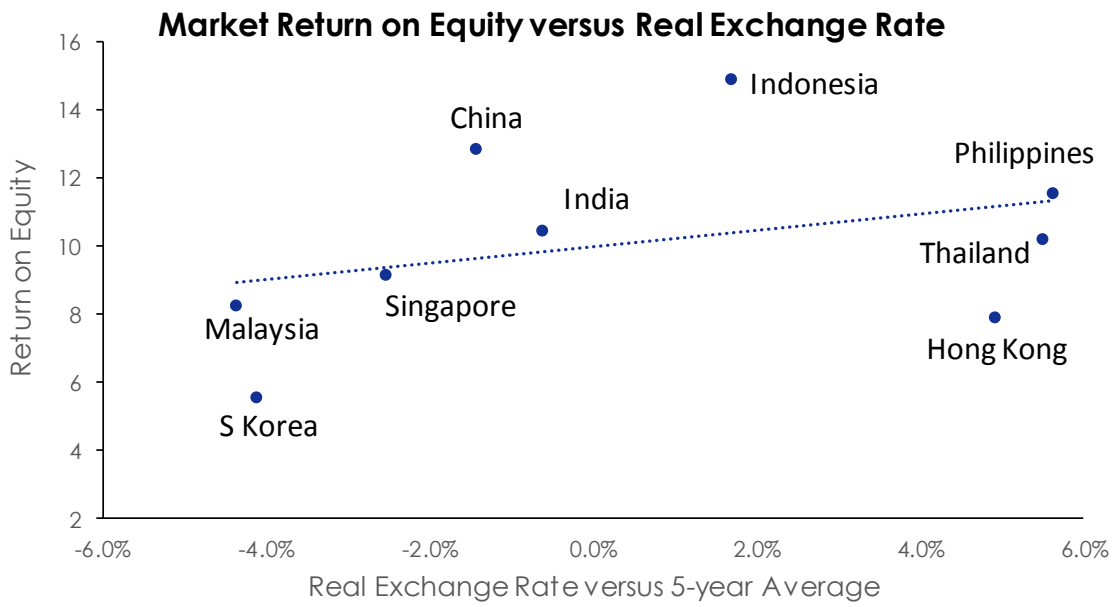
- 虽然敏锐地意识到国家选择中的潜在阿尔法值，但许多基金经理并不强调使用自上而下的投资策略来进行国家选择，因为要建立一个系统的、自上而下的国家选择投资策略（该策略以价值为核心并能产生一致的阿尔法值）是异常困难的。

- 当观察亚洲市场净资产收益率(RoE)与市净率(Price To Book)的散布图（如上图）时，我们似乎发现有一个一致的估值范式。上图显示：印度看起来很贵，而新加坡看起来很便宜。

- 然而，上图显示的估值一致性是虚幻的。国家估值往往由少数几只股票主导，并受到不同股票市场中不同行业集中度的影响。例如，剔除大市值科技股，中国和韩国的估值会突然显得极其便宜。

- 对以上提及的因素进行核算需要复杂的量化解决方案，这对需要解释其投资过程并对其投资过程负责的基金经理可能没有帮助。

一种简单的国家评估范式



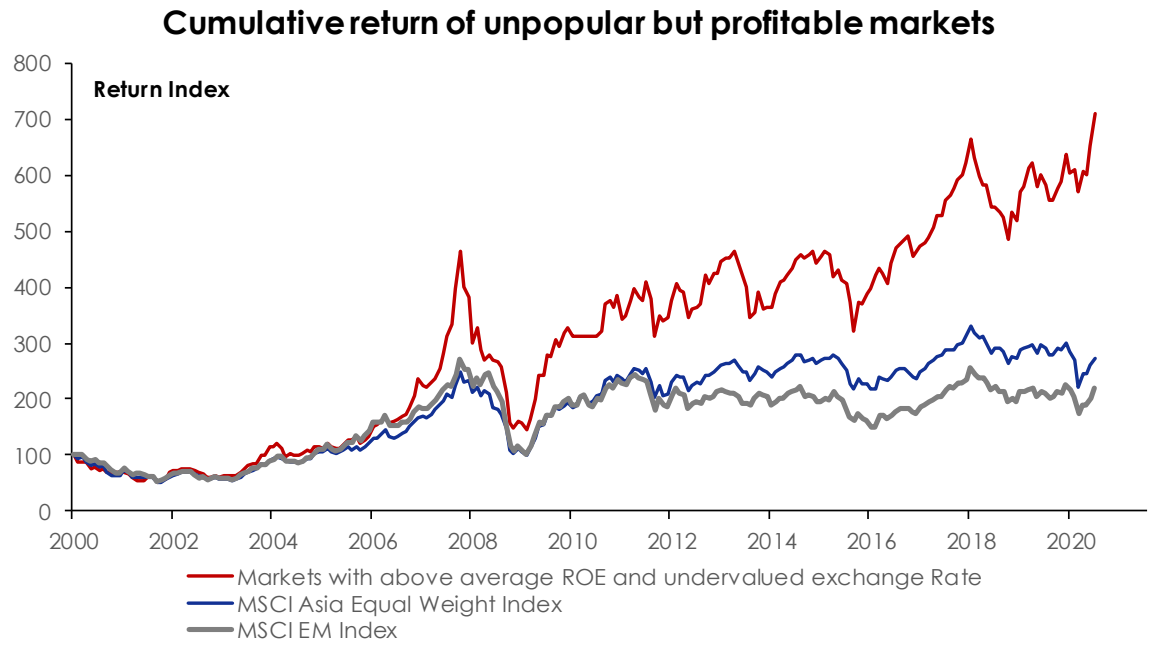
来源: 彭博, 建银国际证券

- 一种更简单的估值方法是使用实际汇率。由于资本流动对新兴市场汇率的影响很大，因此实际汇率是衡量一个国家受投资者欢迎程度的指标。相对高于历史平均水平的实际汇率通常意味着一个市场受到全球投资者的欢迎，反之亦然。

- 实际汇率影响国家竞争力，这一估值衡量标准有一个均值回归的理论，但由于行业板块的影响，这一理论在国家股票指数估值中往往会缺失。

- 将净资产收益率(RoE)与实际汇率进行对比，即可将每个市场的盈利能力与其受欢迎程度进行比较。上图，只有一个市场的盈利能力高于平均水平，而人气低于平均水平-中国市场。在最基本的层面上，上图解释了为什么我们预计中国市场会表现优于其他亚洲市场。

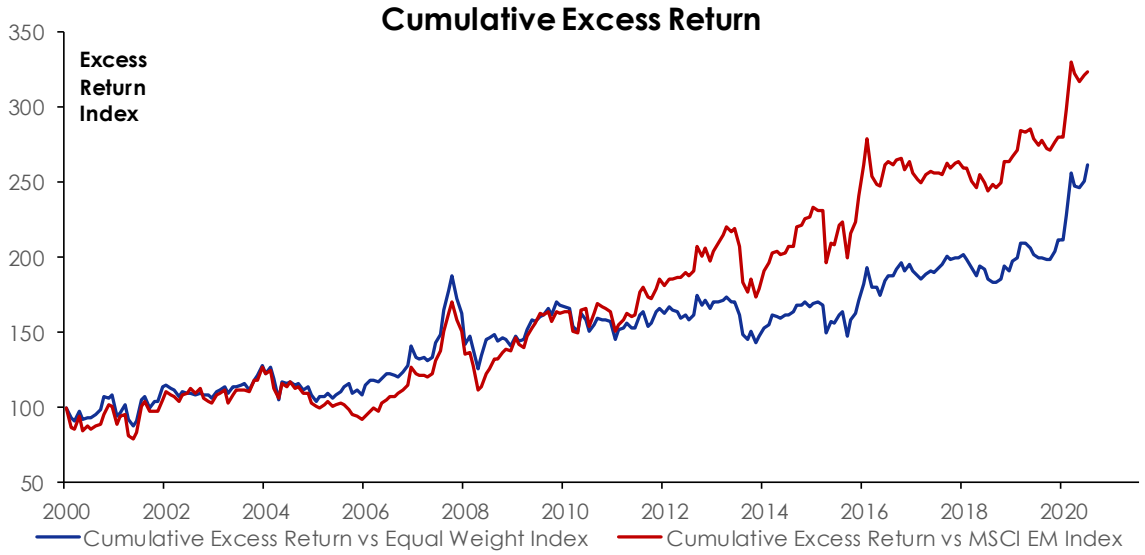
盈利但不受欢迎的市场会随着时间的推移表现优异



来源: 彭博, 建银国际证券

- 上图红线显示自 2000 年以来的亚洲市场投资策略的累积回报率：净资产收益率（RoE）高于平均水平、实际汇率低于平均水平 (每六个月同等加权和重新平衡)。
- 上图将这一策略的回报与 MSCI 亚洲同等权重指数回报和 MSCI 新兴市场指数的回报进行对比
- 该策略通常平均占据十个市场中的两个。自 2000 年 1 月以来的累计回报率为 10.0%，MSCI 新兴市场指数为 3.9%，同等权重指数为 5.0%

盈利但不受欢迎的市场的超额收益的趋势几乎保持一致



来源: 彭博, 建银国际证券

- 使用实际汇率来代表估值的一个好处是，它们不受投资格表现的影响--也就是说，无论投资者是强调估值还是强调增长。如果增长表现优异，基于股市估值进行国家选择的表现通常会不佳。风格无异意味着基于实际有效汇率（REER）的国家选择范式往往比以股权

估值为核心的国家选择范式提供更一致的超额回报。

- 理想情况下，投资策略应该投资于一个或两个以上的市场。因此，这种范式最适合于为国家表现预期选择增加说服力。

- 理想情况下，国家净资产收益率（RoE）应该进行调整，以反映通胀造成的偏见，并减少非常大市值公司所造成的影响。这些都是今后需要研究的问题。

Mark Jolley
(852) 3911 8255
jolleymark@ccbintl.com

Diliu Yao
(852) 3911 8269
yaodiliu@ccbintl.com

This email is confidential and may be protected by legal privilege. If you are not the intended recipient, you should not copy or use it or disclose its contents. We should appreciate notification of incorrect transmission by reply email. The original transmission (including any attachments) should be deleted and any hard copy should be returned to us.

The contents of this email are true and correct only to the best of our belief and information. We do not guarantee the accuracy and truthfulness of the contents herein. You should not rely on the contents herein unless you are expressly asked by us to do so. We are therefore not responsible for any loss/claim or liability arising from or in connection with the contents herein.

CCB INTERNATIONAL SECURITIES LIMITED
12/F, CCB TOWER, 3 CONNAUGHT ROAD, CENTRAL, HONG KONG
TEL: (852) 3911 8000 / FAX: (852) 2537 0097

Not interested? Email us at research@ccbintl.com to un-subscribe.