

## 对于当前市场的解读

尊敬的投资人，

面对百年未有的内外部环境，我们特向您提供我们的观点。

本此展望将按照如下顺序展开：1) 疫情解读；2) 组织观察；3) 经济展望；4) 金融展望；5) 信璞定位。

### 疫情解读

在过去的三个月中，我们遭遇了人类自 1918 年以来最大范围的一次传染病大流行。由于人员的流动性远超过 100 年前，并且病毒自身的传播力很强，短短三个月时间，全球确诊的病例数已经超过 21 万。

病毒的第一个特点是极强的传染性和隐蔽性。从现有的数据看，若管控不力，病患数在 2 周左右就会增长 10 倍。从日本撤侨和钻石公主号的数据可以推算无症状感染者的占总感染者比例在 20-40%，未经检测的无症状感染者是疫情持续发展的重大隐患。病毒的另一个特点是致病力强：重症率 10-20%，病死率视人口结构和医疗条件，从 1%（医疗充足如中国湖北以外、目前的韩国）到 8.2%（如医疗资源不足、人口严重老龄化的意大利）。快速增长的病员数量会对医疗资源会产生挤兑，尤其是更为稀缺的 ICU 病床。如果没有足够的医疗资源做支撑，重症患者数量超过了可用的 ICU，那就意味着整个医疗体系的崩溃。抗疫的重点就是与时间赛跑，阻断传播，尽量减少感染人数。我们一直在观察各国目前采取的措施，中国的强力管控措施在 2 个月内实现了本土新增确诊和疑似病例的双清零。但面对其他国家相对较弱的管控，中国在下一阶段将面临巨大的输入性感染压力。这本质上是一场全人类与病毒的战争。

作为经济体量第一的美国，其疫情进展尤其令人关注。美国医疗体系为了盈利长期保持高周转，境内 10 万的 ICU 病床常年保持高利用率。我们假设 20% 的可用率，若保守按 10% 的重症率计算，可应对的感染人数为 20~30 万人。目前确诊人数约 1 万人，按照当前增速前述的速度增长，预计未来大约 3 周，美国就会接近这个临界点。欧洲的情况同样不容乐观。

考虑到科技投入和人类的努力，我们相信特效药和疫苗一定会出现，但按照世界卫生组织

估计，可能需要不少于 1 年的时间。我们会持续跟踪各地疫情的进展。如果美国和欧洲的疫情失控，对全球的经济和社会生活都会带来灾难性的影响。大概率上，全球可能面临经济活动的阶段性停摆。无论怎样，安全和稳定将成为稀缺品。

## 组织观察

从武汉发端的病毒决战中，我们看到了中国政府、企业和全民在战争动员能力方面的优异能力，灾难更增强了民族的整体凝聚力。政府能够及时调动全国医疗资源，调整干部结构，维持了整个社会的稳定运转。各行企业在生产基建、物资供应和信息系统建设方面也取得惊人成果。而基层组织和老百姓组织的能力在自我和社区隔离方面表现突出。在社会接近停转近 2 个月的情况下，居民的财务状况稳定，体现了个人财务状况的抗风险能力。

反观稍后遭受冲击的欧美国家：从国家医疗资源动员能力、治安维护能力、国民自觉性和财务抗压力等方面看，均有不同程度欠缺。各国在面临病毒战争中体现出来的国家、企业和全民组织能力的对比中，我们看到了中国很多潜而未发的组织优势，团结、自律和高效的民族国家力量。这可能是和平时期难以观察到的赤裸裸的国家免疫和抵抗能力。

欧美国家经历了长期的发达和自由，使得国家的动员能力和居民的集体意识出现衰退。在医疗消费占 GDP 近 20% 的美国，其医疗保障水平实在乏善可陈。

武汉会战的胜利可能预示的是我们这代人的幸运——国运之崛起，就像巴菲特庆幸自己出生于 1930 年的美国一样。

## 经济展望

在本次病毒战争中，美国长期沉醉于资本收益的体虚本质也暴露出来。居民的养老金成为拉升股票的工具，日常应急的生活资本不足。企业在资本的驱动下层层加杠杆，轻资产运营，生产外包，借债分红和回购股票。在战争冲击中，金融部门、商业企业和居民项下集中出现了资金链危机。国家继续超发货币作为解药将是无他之选。即使最终战争获胜，因为国家信用的衰退和贸易竞争力的不足，国家将出现长期而巨大的债务修复周期。

相比之下，中国从上到下始终保持着风险意识和底线思维。自 2016 年开始“房住不炒”的最严贷政策，2018 年处置民间、银行及保险理财和地方债市场，银行风险准备金大

幅提升，持续多年的扶贫和小微贷政策也在缓解社会矛盾。在动荡的外部去杠杆危机中，我们已经提前做好了去杠杆的免疫措施。加之相对封闭的金融系统提供了另外一道防线。

接下来，在后续被动的全球病毒阻击战中，我们将可能启动巨大的内需消费市场。我们预计，曾经被压制的住房、汽车和旅游消费将被刺激政策重新点燃。以工代赈的建筑和内需服务业将刺激社会就业的回归。在动荡的世界中，我们这样全球最大的内部大循环的崛起，将使得中国信用和资产的吸引力大增。

## 金融展望

我们预期，在全球展开的抗击病毒的战争中，实体经济停转只是时间长短问题。在债务结构高度脆弱的发达经济体，货币泛滥将长期持续存在。

第一轮，主要的目标将是去杠杆，方法是发货币注入流动性，解决金融市场流动性的资本冲击。因此，短期内会出现资产价格的大幅下跌。但过不了多久，全球资产将不得不重新配置。

第二轮，货币潮水的倾泻下，有扎实抵押价值的硬资产和稳定现金流的优质股权资产将又会成为超发资本追逐的对象，而长期低估的中国股权资产很有希望成为最有吸引力的资产。

## 信璞定位

在信璞近 10 年的发展中，虽经市场几度起伏，我们始终如一地遵循了以内在价值为准则的 PB-ROE 投资定位。因此，无论是面对短期全球流动性冲击，还是后续长期的市场低迷，我们都继续坚持：不投机仓位，坚定地执行合理价格买入中国各行业最有竞争力的公司的行为。

希望这篇解读能对您理解市场和我们的组合有所裨益。信璞希望用最专注的风格，最为专业的态度，服务于您和我们家人共同的资产。最后，信璞全体员工对您的信任和耐心表达最为诚挚的谢意，希望我们和您再度难关，守得云开。

上海信璞投资

2020 年 3 月 19 日