



聚宝轩投资俱乐部

会员简报

2023 年第一季度

我们处在十字路口

我们已经到了一个多方面因素共同作用的关键时刻。一方面，美联储等央行加息对实体经济的影响开始显现，硅谷银行（SVB）和 Signature Bank 的倒闭就是明证，导致美国银行体系动荡，尤其是在美国地方银行部门。瑞士信贷的倒闭也引发了人们对全球银行体系健康状况的担忧。此外，媒体一直在强调公共和私人债务、房地产行业的潜在问题以及美元疲软等问题。尽管前面提到了不确定性，但有一些积极的指标使市场在 2023 年第一季度上涨了 6.17%。其中包括通胀下降和经济衰退的可能性，这应该会促使美联储调整政策。鉴于不确定性，我们的俱乐部采取了保守的做法，加上投资对冲保险费用，导致我们的投资组合在今年第一季度的表现不及基准。尽管如此，我们仍然坚持“安全第一”的原则。

股市从这里会走向何方？我们认为我们正处于关键时刻。我们正在密切关注可能影响市场轨迹的几个因素，企业盈利是中短期的关键决定因素之一。

改善市场环境的关键因素仍然存在

市场对银行系统的担忧过甚

许多人将最近的 SVB 危机与引发 2008 年金融危机的事件进行了比较，特别是贝尔斯登的倒闭甚至雷曼兄弟的时刻。然而，我们认为，如果政府机构有效管理潜在的信贷紧缩，这场危机的规模将有所不同，并且可以得到遏制。SVB 问题的根源在于资产负债错位。多年来，该银行的初创客户已将大量现金存入该银行，由于低利率环境，SVB 将其投资于长期政府债券。

随着利率上升，这些债券的价值不断下降，给银行带来了巨大的未实现损失。当初创公司客户在充满挑战的 IPO 和私募融资环境中提取存款以维持业务时，SVB 面临资金短缺，不得不亏本出售债券。这导致了存款人的恐慌，他们撤回了资金，最终导致银行倒闭。Signature Bank 也发生了类似的情况。

因此，这些问题是这些银行及其客户群特有的问题，而不是银行系统的系统性失败，正如 2008 年所见。这些银行倒闭的影响在整个美国银行系统的背景下相对较小。例如，SVB 相对于当前美国经济的规模仅为总部位于纽约的美国银行相对于当时的美国经济而言的 4%，后者于 1941 年倒闭。此外，如果我们将 SVB 和 Signature Bank 合并，它们在美国经济相对规模仍将小于 1984 年倒闭的 Continental Illinois Bank。

由于一系列丑闻、管理层变动和重大亏损，瑞士信贷多年来一直在苦苦挣扎。因此，这也是该银行特有的案例。

美联储加息周期可能进入最后阶段

美国通胀自去年 7 月达到峰值以来一直在持续下降，今年 3 月仍延续这一趋势。居民消费价格指数 (CPI) 环比仅上涨 0.1%，同比上涨 5%，较 2 月份有所改善，低于市场普遍预期。不包括食品和能源的核心价格每月上涨 0.4%，每年上涨 5.6%，符合预期。SVB 和 Signature Bank 最近的倒闭，以及更多银行倒闭的可能性，可能会影响美联储的决策。在 3 月份的会议上，央行将利率提高了 0.25%，但官员们表达了对银行业问题的担忧，并降低了对加息的预期。甚至有人考虑暂停加息，这表明美联储加息周期或即将结束。

US Consumer Price Index YoY (I:USCPIYY)

4.98% for Mar 2023



Source: YCharts.

回顾 1988 年以来的美联储加息周期，我们可以看到，除了 1999 年至 2000 年期间受 9/11 袭击影响外，每个周期都对股票和债券市场产生积极影响。平均而言，股票市场上涨了 157%，而固定收益在暂停上涨六个月后上涨了 7.4%。

Hiking Cycle Start	# of Months in Hiking Cycle	Equity Returns		
		During Hiking Cycle	6M After Pause	12M After Pause
3/1988	12	11.9%	25.4%	19.9%
2/1994	13	3.0%	20.5%	39.2%
3/1997^	1	N/A	20.7%	41.6%
6/1999	12	8.0%	-5.9%	-11.3%
6/2004	25	15.7%	12.5%	20.3%
12/2015	37	28.5%	21.0%	33.2%
3/2022*	12	-8.6%	TBD	TBD
Average	16	9.8%	15.7%	23.7%

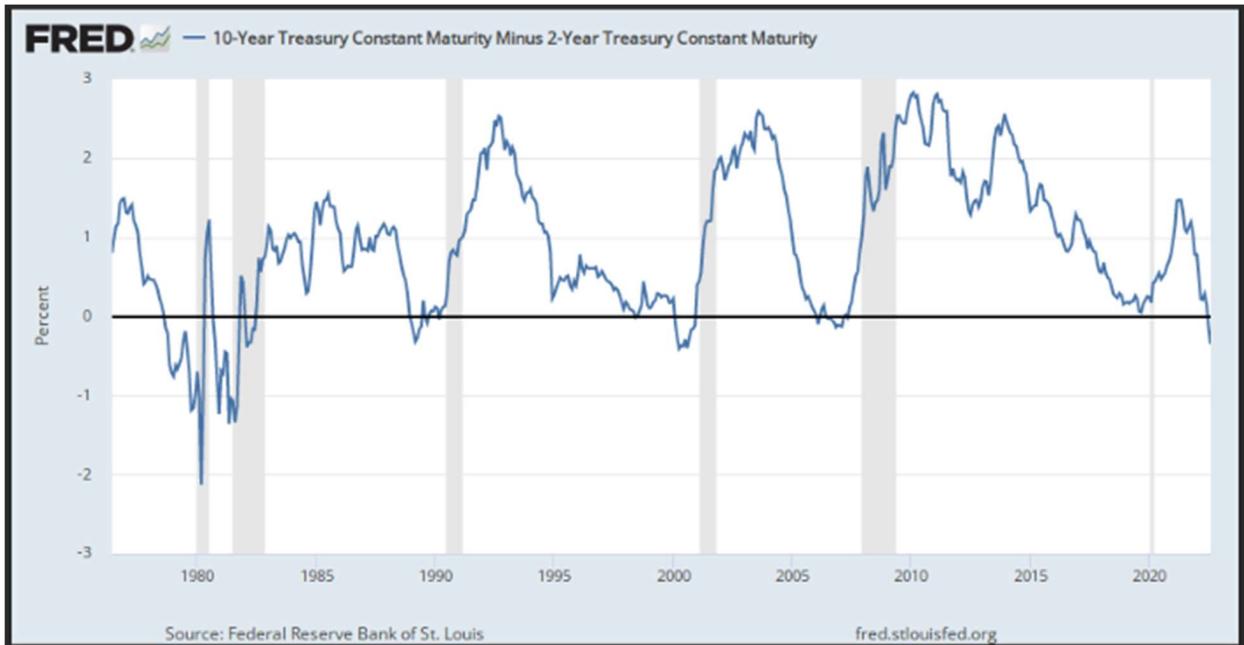
Source: Morningstar as of 2/28/2023. Equity cumulative returns calculated using S&P 500 Index return. See further disclosures at end of document. ^One hike of 25 bps. Federal Reserve paused immediately following single hike. *Hiking cycle has not concluded.

Hiking Cycle Start	# of Months in Hiking Cycle	Fixed Income Returns		
		During Hiking Cycle	6M After Pause	12M After Pause
3/1988	12	3.7%	8.9%	12.7%
2/1994	13	-1.6%	9.0%	17.1%
3/1997^	1	N/A	6.7%	11.4%
6/1999	12	1.4%	7.7%	13.7%
6/2004	25	5.6%	5.4%	6.5%
12/2015	37	5.7%	6.4%	9.0%
3/2022*	12	-7.6%	TBD	TBD
Average	16	1.2%	7.4%	11.7%

Source: Morningstar as of 2/28/2023. Fixed income cumulative returns calculated using Bloomberg US Aggregate Index Returns. See further disclosures at end of document. ^One hike of 25 bps. Federal Reserve paused immediately following single hike. *Hiking cycle has not concluded.

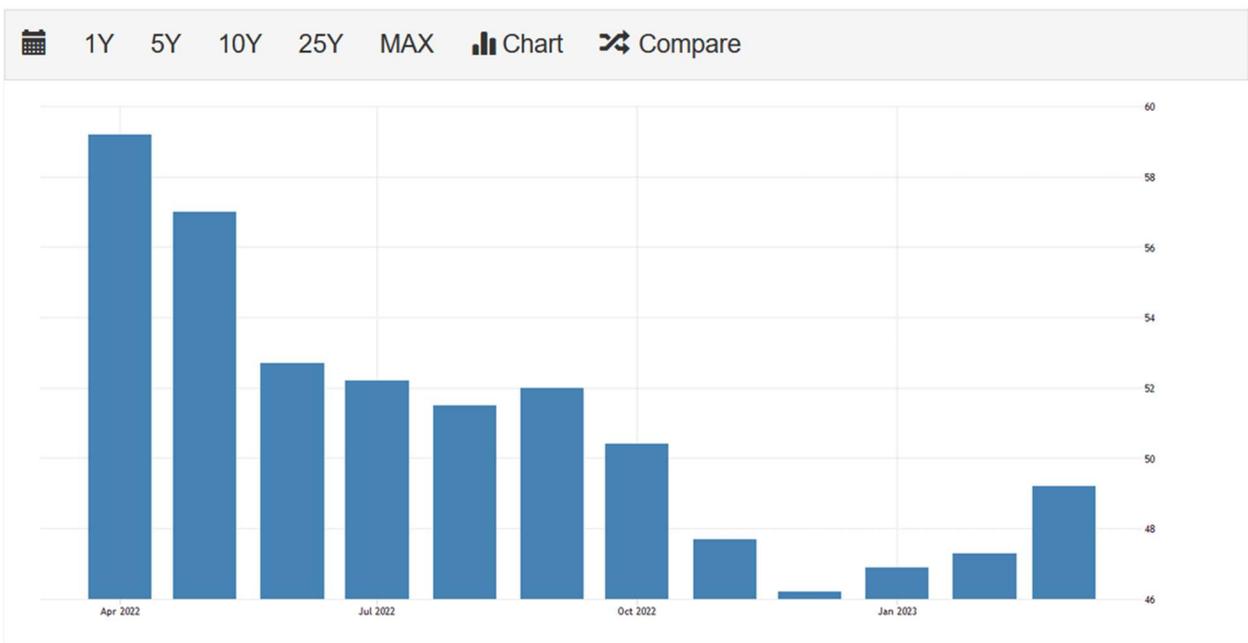
经济衰退仍有可能，但会是温和的衰退

由于收益率曲线仍然倒挂且陡峭，经济衰退的可能性仍然很高。



然而，我们仍然相信即将到来的经济衰退将是温和的。这主要是由于处于 50 年来最低水平的低失业率。新增工作岗位强劲，3 月份失业率从 3.6% 下降至 3.5%。尽管工资增长放缓，但劳动力参与率有所上升。当个人拥有工作保障时，他们更有可能消费、投资和要求加薪。这至关重要，因为消费者支出几乎占美国经济的 70%。

此外，美国制造业采购经理人指数自 2022 年 12 月触及低点后逐渐改善，但仍处于收缩区间。



地缘政治紧张局势出现缓和迹象

俄罗斯和乌克兰之间的冲突仍在继续，但今年早些时候有人呼吁进行和平谈判。中国的和平计划虽然可能对乌克兰有不利，并且不完全现实。但它是朝着正确方向迈出的一步。

此外，我们对台海紧张局势可能加剧的担忧并未成为现实。凯文麦卡锡先生没有访问台湾，而是在蔡英文女士在加利福尼亚停留期间会见了她。值得注意的是，美国政府官员都没有与蔡英文会面。因此，今年中国在台海的军事演习规模远小于去年时任议长佩洛西访台时的规模。

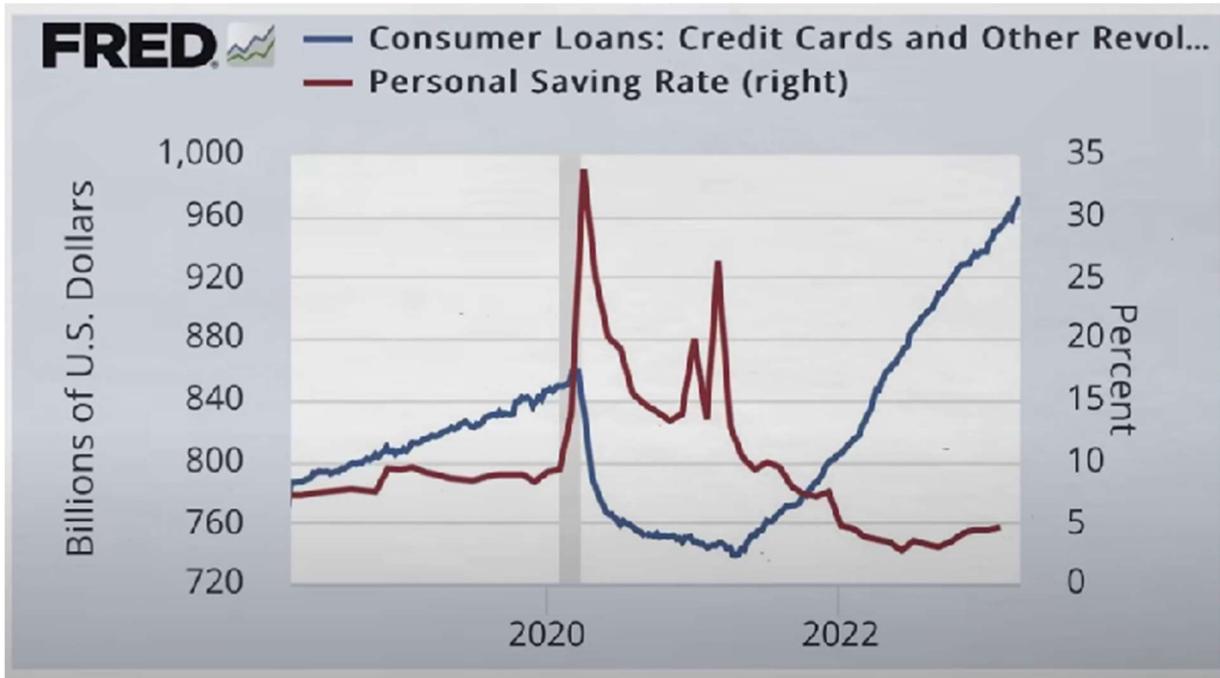
不确定性和灰犀牛

虽然股票和固定收益的市场环境都显示出良好的改善迹象，但我们仍不确定牛市是否真的回来了。一些不容忽视的问题，例如高债务和低储蓄，房地产部门可能崩溃，以及各国在国际贸易中越来越多地使用本币对美元的长远影响。

低储蓄率加上高负债

尽管美国家庭储蓄率从 2022 年的低点上升到 2023 年 2 月的 4.6%，但仍远低于 1959 年以来 8.9% 的历史平均水平，是 2000 年以来的最低水平。信用卡债务创历史新高，接近

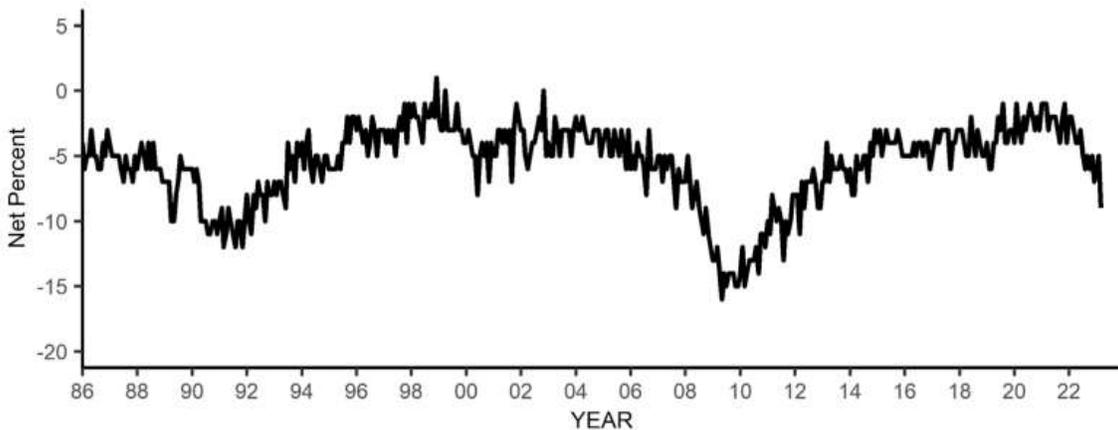
1 万亿美元。由于利率上升，债务变得越来越昂贵。这描绘了一幅凄凉的画面。



由于债务不断增加以及对 SVB 和 Signature Bank 最近倒闭导致的银行业危机的担忧，美国银行变得谨慎，并且现在正在实施更严格的贷款标准。

CREDIT CONDITIONS

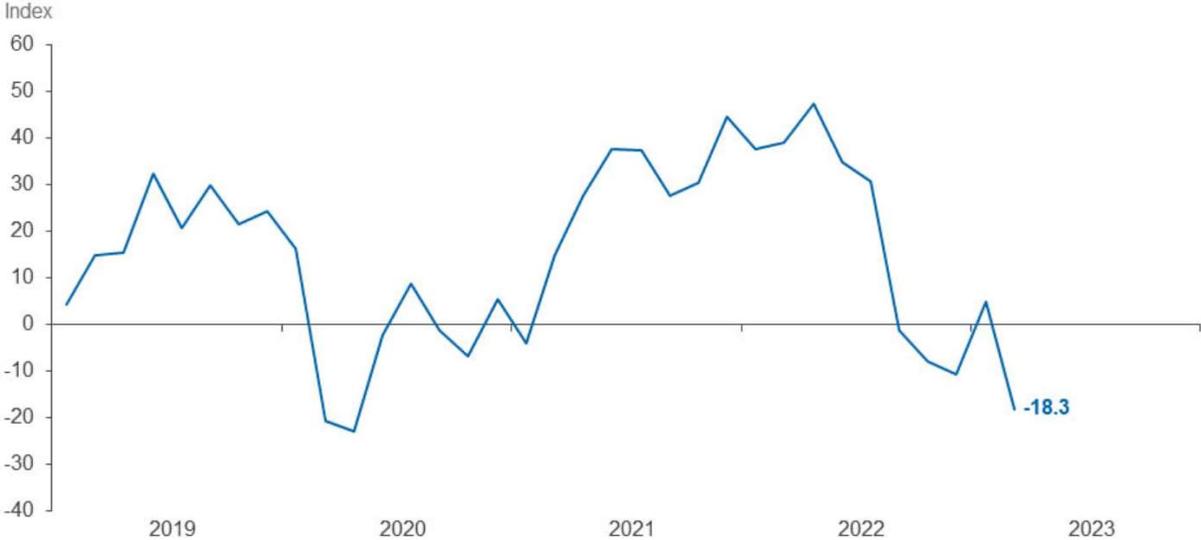
Loan Availability Compared to Three Months Ago*
January 1986 to March 2023



* For the population borrowing at least once every three months.

此外，包括 71 家银行在内的达拉斯联储最近进行的一项调查显示，贷款量显著下降。不断恶化的信贷状况可能对美国经济产生长期不利影响。

Total Loan Volume



美元越来越弱

还有一个令人担忧的问题需要考虑，即尽管美联储加息，但美元仍在下跌。这背后的原因是越来越多的国家使用本国货币进行贸易，导致离开美国的美元减少。因此，美国通过印更多钞票来减轻债务变得越来越困难。此外，随着更多美元留在国内，对抗通货膨胀

胀变得更加困难。

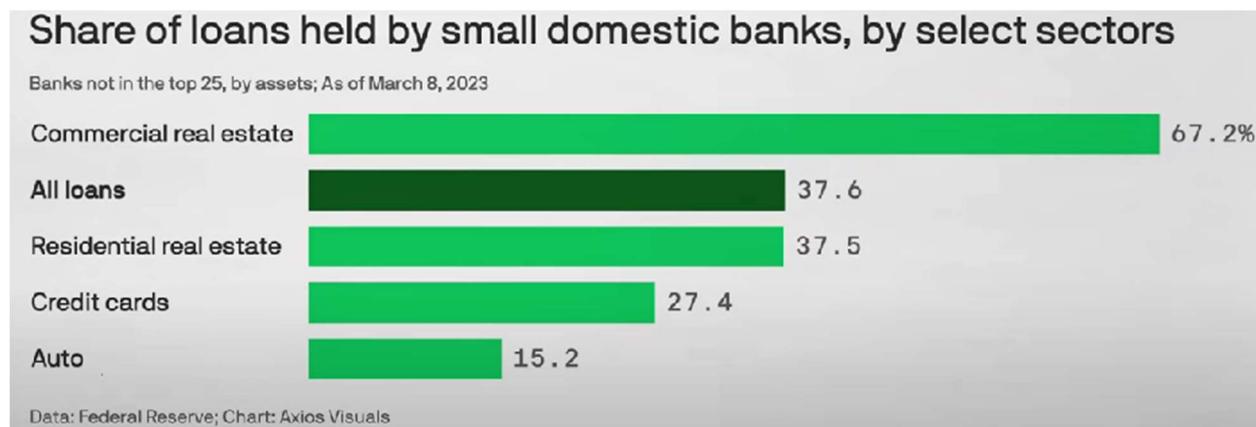


Dollar and US short-term rate: an odd divergence

房地产可能成为灰犀牛

当前一个紧迫的问题是房地产行业，特别是商业地产的状况。到 2025 年，将有大约 1.5 万亿美元的美国商业地产需要偿还。由于较高的利率和商业房地产的租出率在 Covid 后仍保持在 60%-70%，摩根士丹利强调了迫在眉睫的再融资风险。他们预测写字楼和零售物业的价值可能会暴跌多达 40%。如果摩根士丹利的预测成为现实，其影响将波及整个经济，进而影响股票和固定收益市场。由于这些贷款中的大部分是由地区性银行发放

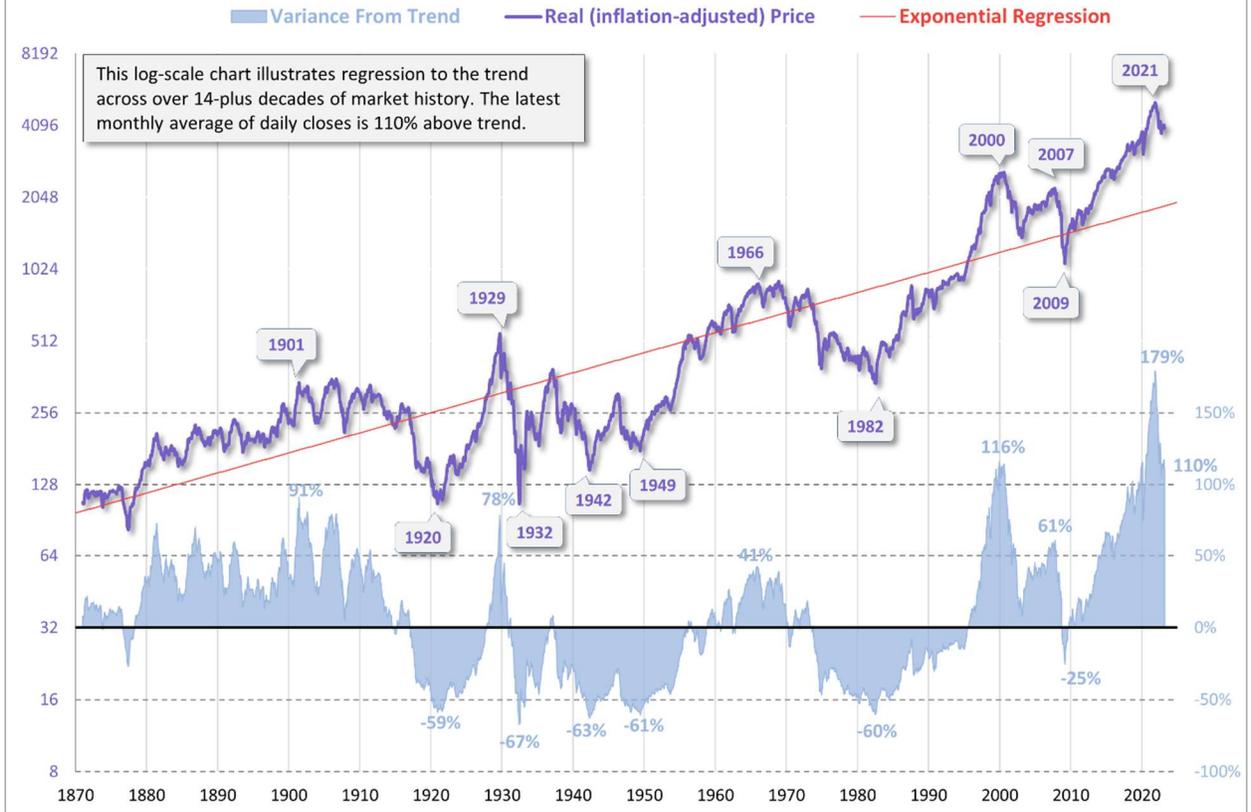
的，这些贷款在 SVB 倒闭后已经紧张不安，这一事实使情况变得更加复杂。

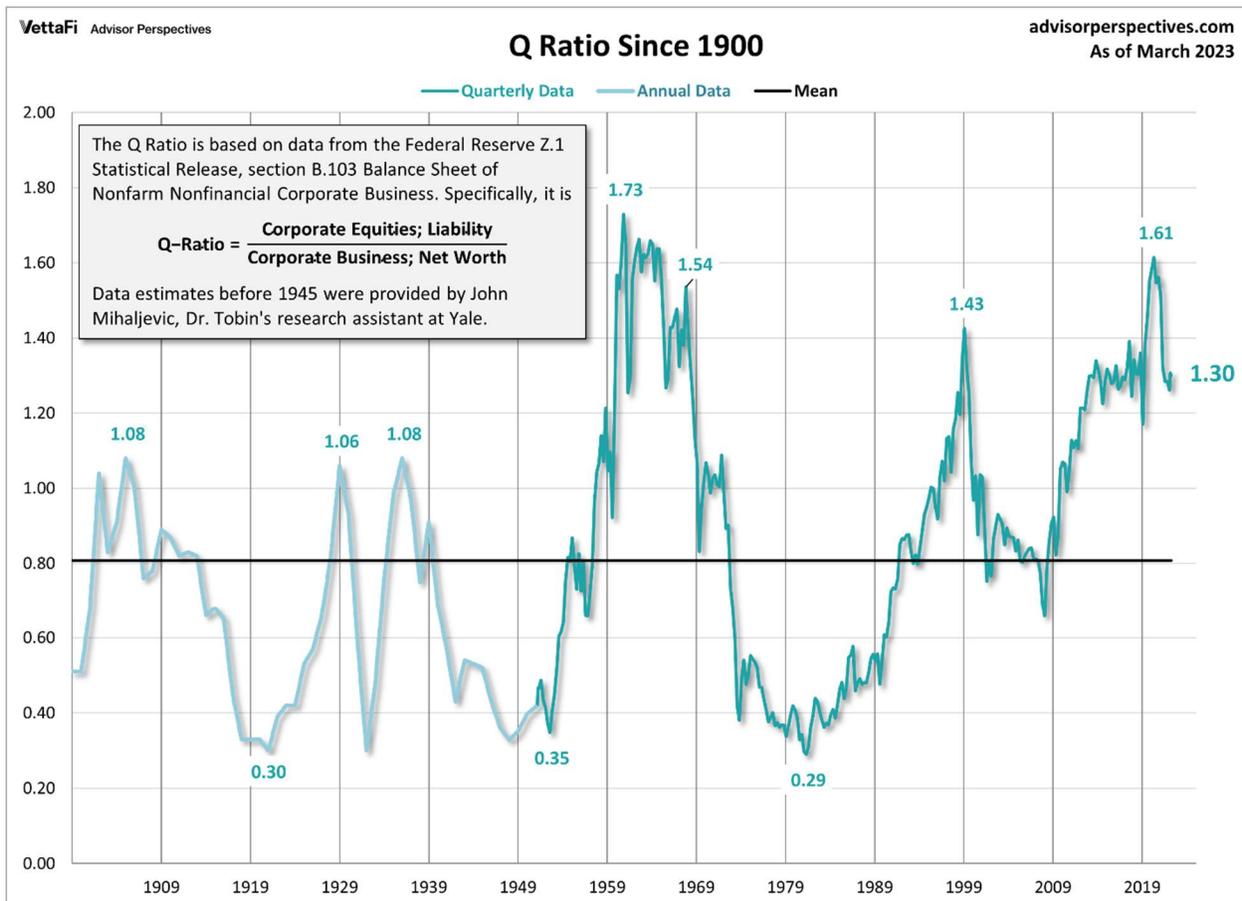


股票估值仍处于“热点”区域

我们注意到 **Advisor Perspective** 中的两个图表。第一张图表描绘了标准普尔价格的回归分析，表明 3 月份标准普尔综合指数比历史趋势高出 110%。这是自 1870 年以来从未出现过的现象。第二张图表是 Q 比率图表。该图表显示尽管 Q 比率从 2021 年的峰值有所下降，当前读数为 1.3，而历史平均值为 0.8。目前估值仍股市比公允价值高出 162.5%。

S&P Composite Index: Regression to Trend





聚宝轩投资俱乐部 2023 年第二季度投资指南

尽管以上图表均未提供对短期投资策略的宝贵见解，但它们有助于建立对股市长期表现的预期。因此，即将到来的牛市能否成功取决于盈利。

我们的读者可能还记得，我们对美国公司的盈利持保守看法。尽管由于通胀下降、美联储加息可能暂停以及中国经济在大流行后反弹等因素标普每股盈利将在 2023 年底逐步复苏，我们预计今年上半年美国公司的盈利将表现平平。因此，我们计划在 2023 年第二季度保持审慎的投资方式，直到我们看到盈利前景有所改善。