



聚宝轩投资俱乐部

会员简报

2023 年第三季度

未来的长期挑战

在 2022 年第四季度会员简报，我们强调了市场与美联储之间正在进行的高风险博弈。我们警告称，如果事情没有按预期发展，严重依赖美联储转向的投资者可能会面临影响。不幸的是，这个警示现在正在成为现实。正如预期，美联储在 9 月会议期间维持利率不变。然而，他们对“长期更高”利率的阐述导致长期收益率大幅飙升。

由于美联储的鹰派政策前景至少到 2024 年末都不会改变，我们正在密切关注可能对市场趋势产生重大影响的几个关键因素。

我们观察的主要方面

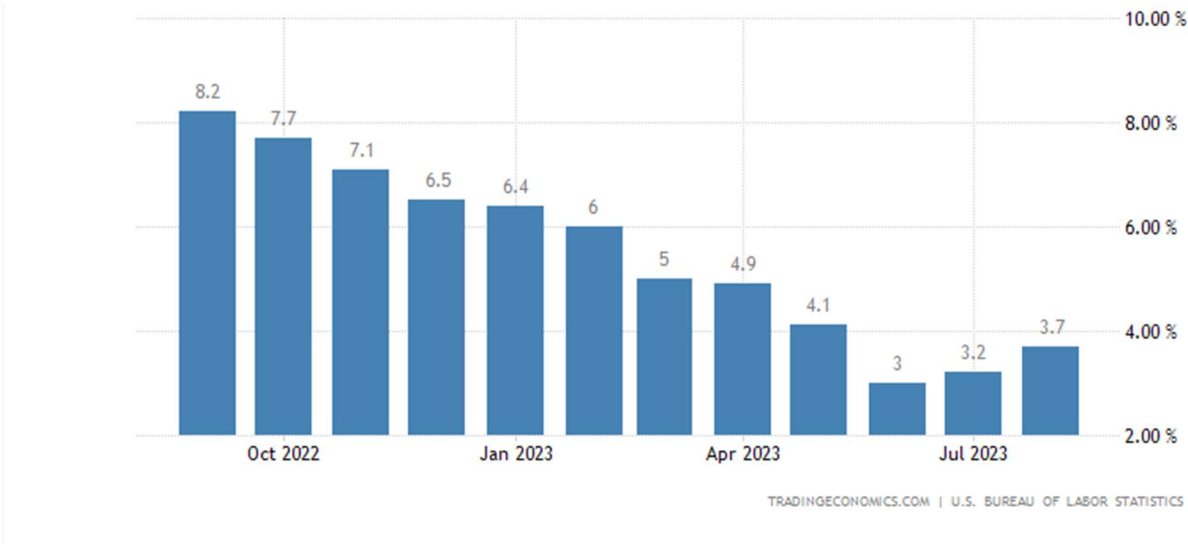
通货膨胀

美国通胀（CPI）自 2022 年 6 月达到峰值以来已大幅下降，但 8 月份的数字同比上升 3.7%，主要是由于天然气价格飙升 10.6%。住房成本的上涨也导致了通货膨胀¹。

每月的年化率或运行率令人担忧。过去六个月和三个月居民消费价格指数（CPI）年化变化率分别为 3.09% 和 3.98%。这表明近几个月的通胀率增长速度快于前几个月。

¹ 最近发布的 9 月 CPI 报告也显示出类似的趋势，总体 CPI 和核心 CPI 同比分别上涨 3.7% 和 4.1%。

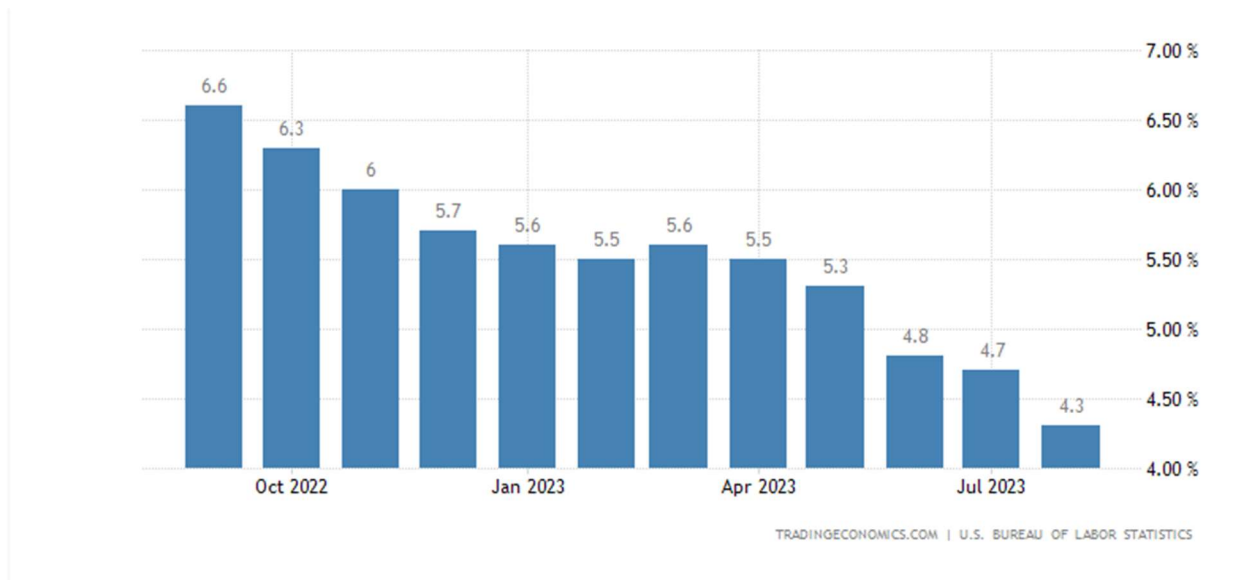
月份消费者价格指数从 3.2% 上升至 3.7%



资料来源: *Trading Economics*

然而，排除波动较大的食品和能源价格的美国核心通胀在 8 月份继续放缓，同比增长 4.3%，这是自 2023 年 3 月以来连续第五次下降。月度年化变化率也呈现出同样的趋势（6 个月运行率为 4.01%，3 个月运行利率为 3.63%）。

我们的观点是，虽然通胀率仍远低于美联储的目标利率，但总体趋势正在下降。未来走势将很大程度上取决于能源价格，由于石油产量减少和近期中东战争，能源价格存在不确定性。

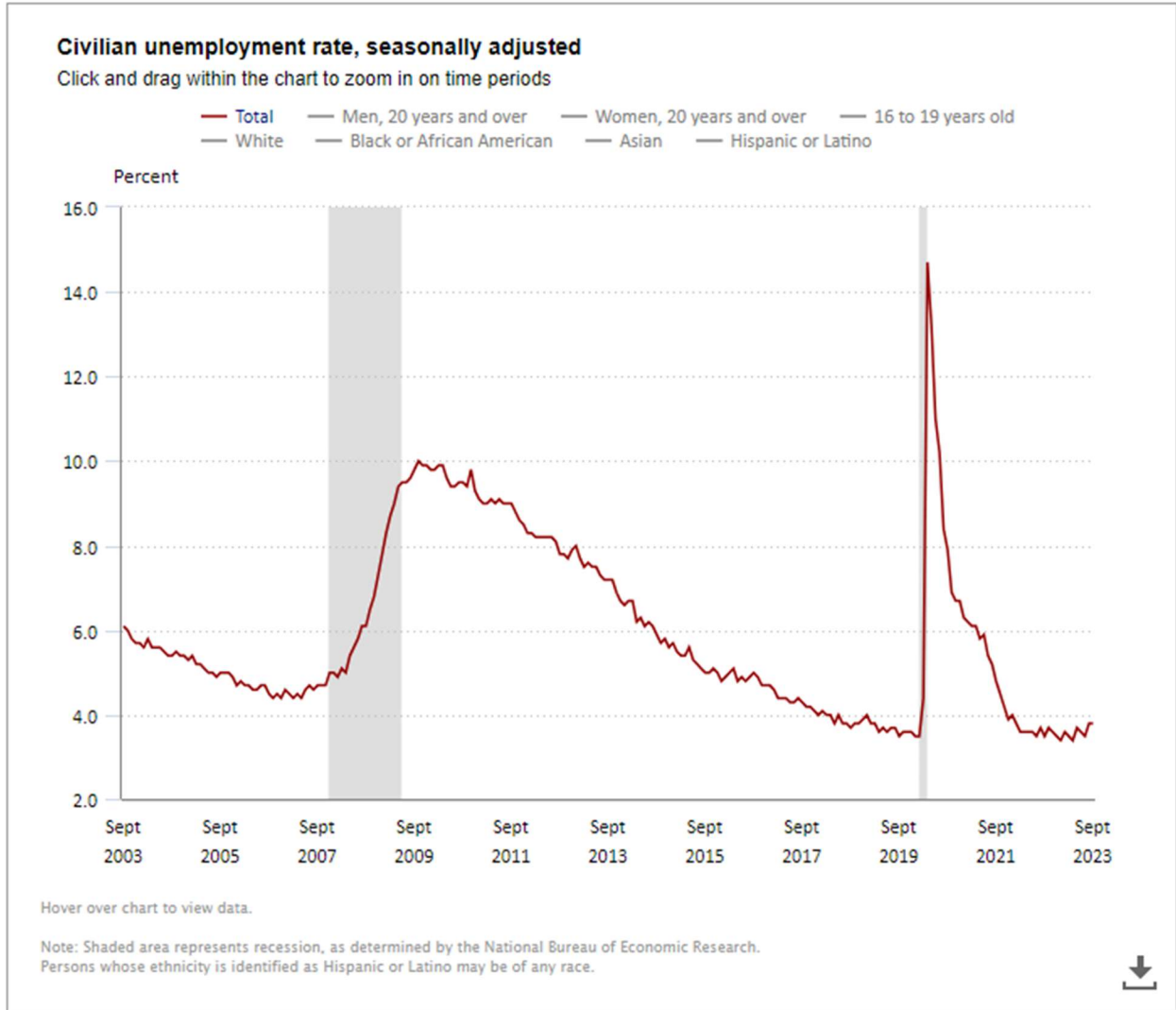


资料来源: *Trading Economics*

美国 GDP 增长和美国就业

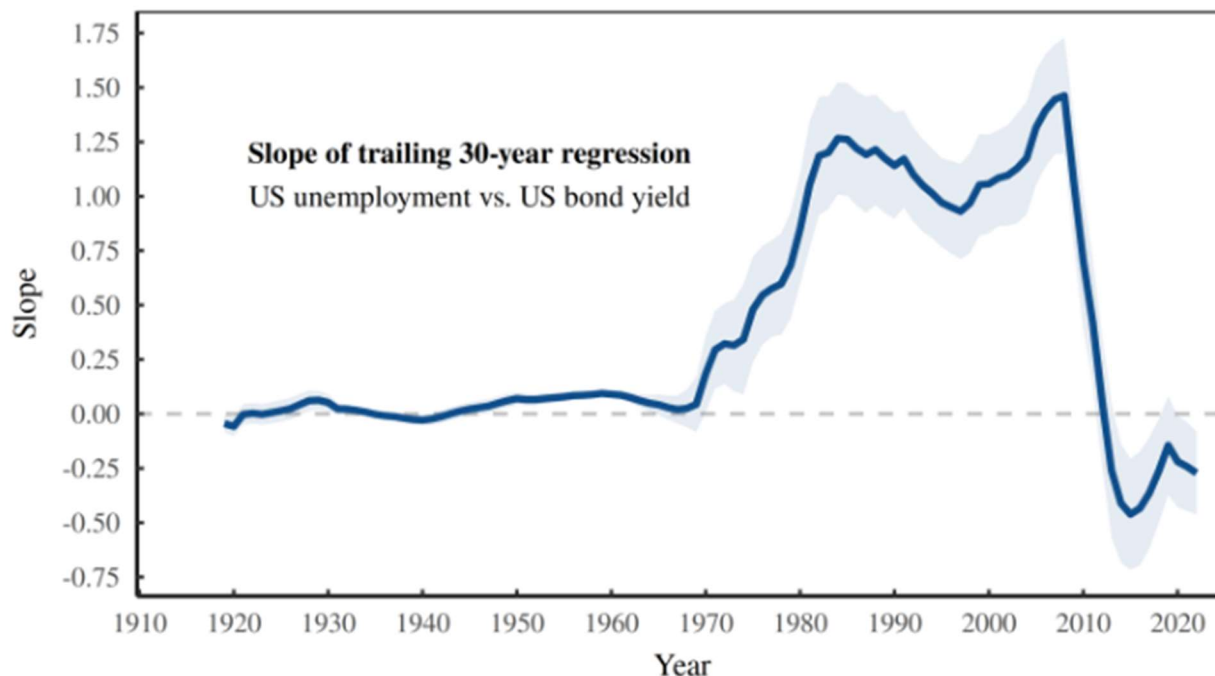
尽管 2023 年第二季度增长略有放缓，但美国经济仍在健康增长。就业市场依然强劲，失业率创历史新低。

2022 年 6 月美国通胀达到 40 年来的高位。这导致美联储连续 11 次加息（几十年来最快的速度），以对抗通胀。然而美国失业率仍保持在历史低位。



资料来源：劳工统计局

对于货币政策变化对就业市场的影响，经济学家存在不同看法。一些人认为这种影响存在延迟，而另一些人则认为利率与失业率之间的相关性不像过去那么强。此外，政治经济学家兼博主布莱尔·菲克斯表示，利率与失业率之间的关系可能不是普遍真理，可能是对美国历史上某个暂时时期的理论反应。



资料来源: *economicsfromthetopdown.com*

我们希望美联储能够实现软着陆，这意味着它将能够在不引发衰退和高失业率的情况下降低通胀。美联储主席表示，软着陆是可能的，但不能保证。

美国消费者

目前美国经济最大的问题是消费者能否继续以同样的速度花钱。学生贷款支付将于十月恢复，新冠肺炎大流行时期的超额储蓄预计将在本季度耗尽。个人储蓄率目前为 3.5%，接近历史最低水平。

两个主要因素让美国消费者保持消费信心：强劲就业市场和房屋财富效应。房屋财富效应是由新冠肺炎大流行期间房屋净值激增推动的。尽管近期房价有所下跌，但房屋净值占个人可支配收入的百分比仍高于 2000 年代中期的高位。

考虑到抵押贷款利率处于 2000 年代以来的最高水平并且预计将进一步上升，最重要的问题是房价是否会继续下跌甚至崩溃？

抵押贷款利率继续走高



资料来源：房地美

中国成长

老话说“美国打喷嚏，世界就感冒”。但随着中国崛起为经济强国，我们现在可以说“中国经济感冒发热，世界就会汗流浹背”。

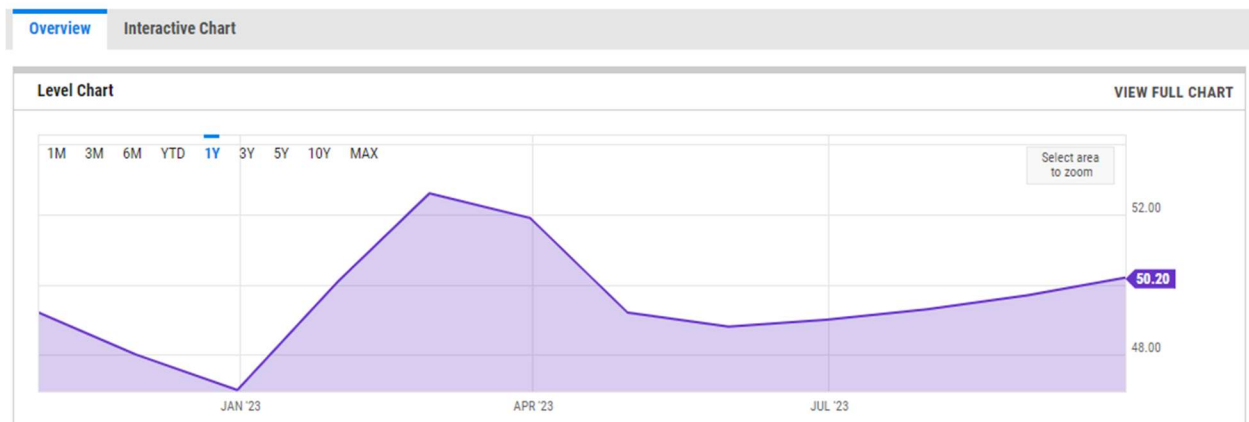
关于今天的中国经济有两种截然不同的故事。

一个故事是国内经济陷入困境。人口老龄化、年轻人失业率高、房地产业崩溃。这是一个严重的问题，因为房地产在中国经济和家庭财富中占有很大份额。

另一个故事是中国正在取得非凡的技术进步。该国正在发展自己的半导体产业，华为在技术方面正在追赶苹果。中国国内喷气式飞机制造商（中国商飞）最近收到了有史以来最大的订单，中国的电动汽车出口业务正在蓬勃发展。8月份中国PMI升至50.2，自3月份以来首次出现扩张。上个月服务业和建筑业的活动也有所加速。近期黄金周期间，国内旅游和消费较2019年疫情前均有所增长。

China PMI (I:CPMI)

50.20 for Sep 2023



资料来源: YCharts.

我们认为，自去年 12 月初放松大部分疫情管制以来，中国的复苏令人失望。不过，我们相信经济会逐步好转。诚然，房地产危机是一个重大威胁。但由于中国社会有储蓄文化，而且政府对银行业有严格控制，所以这场危机是可以得到遏制的。不太可能发展成为像美国 2008 年那样的全面经济危机。

小结

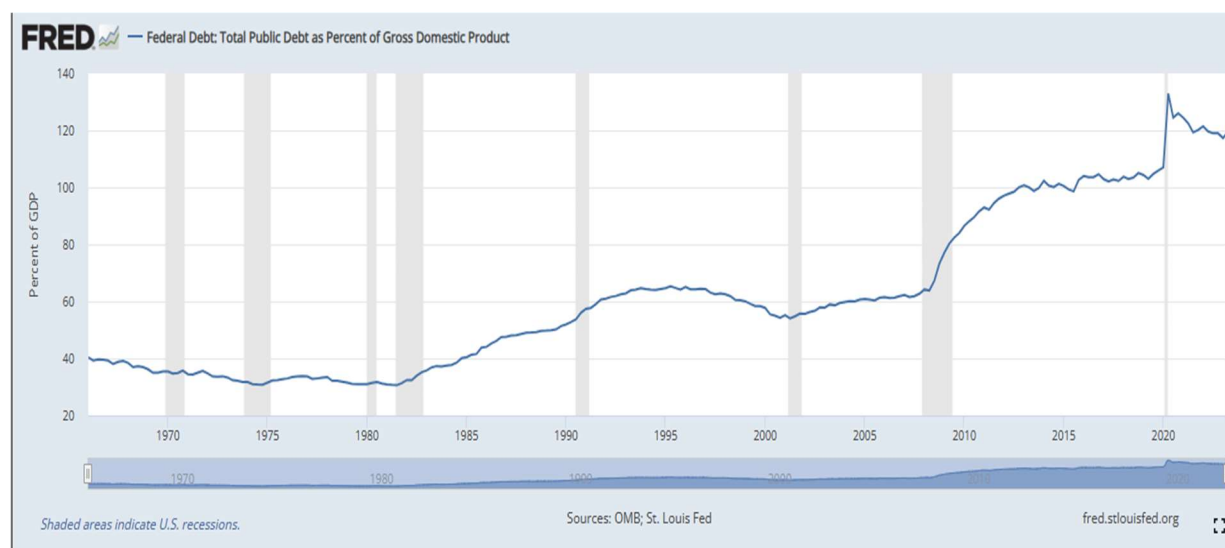
影响世界最大经济体的很多宏观因素有好和坏的两个方面。尽管中美之间存在经济和技术对抗，但我们相信世界仍然可以度过这个加息周期。美国经济有望实现软着陆，也称为“黄金之路”。然而，预测未来是不可能的。我们所能做的就是观察，并尽早采取行动。

不确定性和灰犀牛

美国债务

美国政府负债累累，如果利率大幅上升或者政府无法有效管理财务，这可能会成为一个问题。

目前美国国债已超过 33 万亿美元，债务与 GDP 之比约为 120%。这是一个高水平的债务，但只要经济增长并且政府有能力偿还债务，这不一定是问题。



资料来源： FRED

然而，有两个因素可能使美国债务在未来成为问题：

利率上升：利率上升可能导致美国债务偿还成本增加。反过来，这可能会给政府预算带来压力，并导致税收增加或支出减少。

政府治理无效：如果美国政府无法有效管理其财政，它可能会拖欠债务。这将是一个非常严重的事件，将对美国经济和全球金融体系产生毁灭性影响。

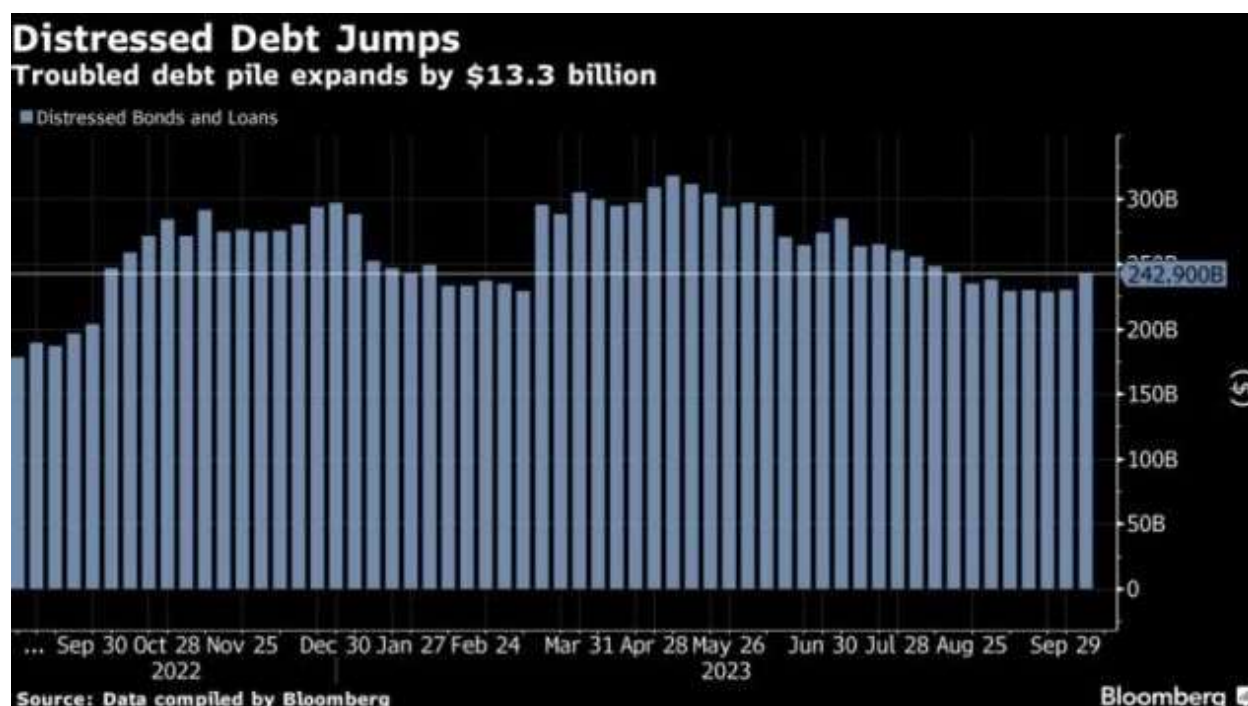
当前，美国正面临着这两方面的挑战。利率快速上升，美国政府分歧严重。这使得政府很难做出管理债务所需的艰难决定。

如果美国政府无法有效管理其债务，可能会对股票和债券市场产生重大影响。例如，政府可能被迫提高税收或印更多的钱，这两者都可能导致更高的通货膨胀和更低的经济增长。这将损害企业利润和股价，也会降低债券对投资者的吸引力。

更严峻的企业盈利环境

美联储可能长期维持较高利率的计划导致债券收益率上升，尤其是长期债券。这意味着许多企业明年为债务再融资时将不得不支付更高的利率。

事实上，过去一年来美国利率的飙升已经让一些行业陷入困境。破产数量正以新冠疫情以来最快的速度上升，但企业仍在继续举债。重组专家和债务投资者警告称，还会有更多痛苦。

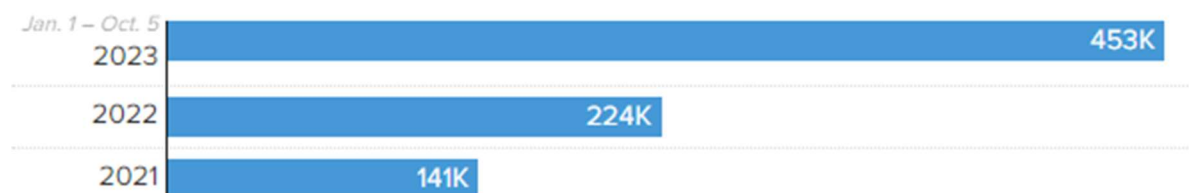


资料来源：彭博社

此外，工会领导的工人罢工死灰复燃可能会给企业利润带来压力。这些罢工涉及各个行业，从好莱坞作家到底特律汽车工人再到凯撒医疗保健工作者。2023年到目前为止，总共约有453,000名工人举行罢工，各行业的员工都在争取更好的工资和工作条件。每一次成功的罢工，可能导致其他人效仿。

U.S. labor strikes take off in 2023

Number of workers



Note: Strike counts for 2021 and 2022 are for the full calendar year.

Source: Cornell University School of Industrial and Labor Relations' [Labor Action Tracker](#)

Data as of October 2023

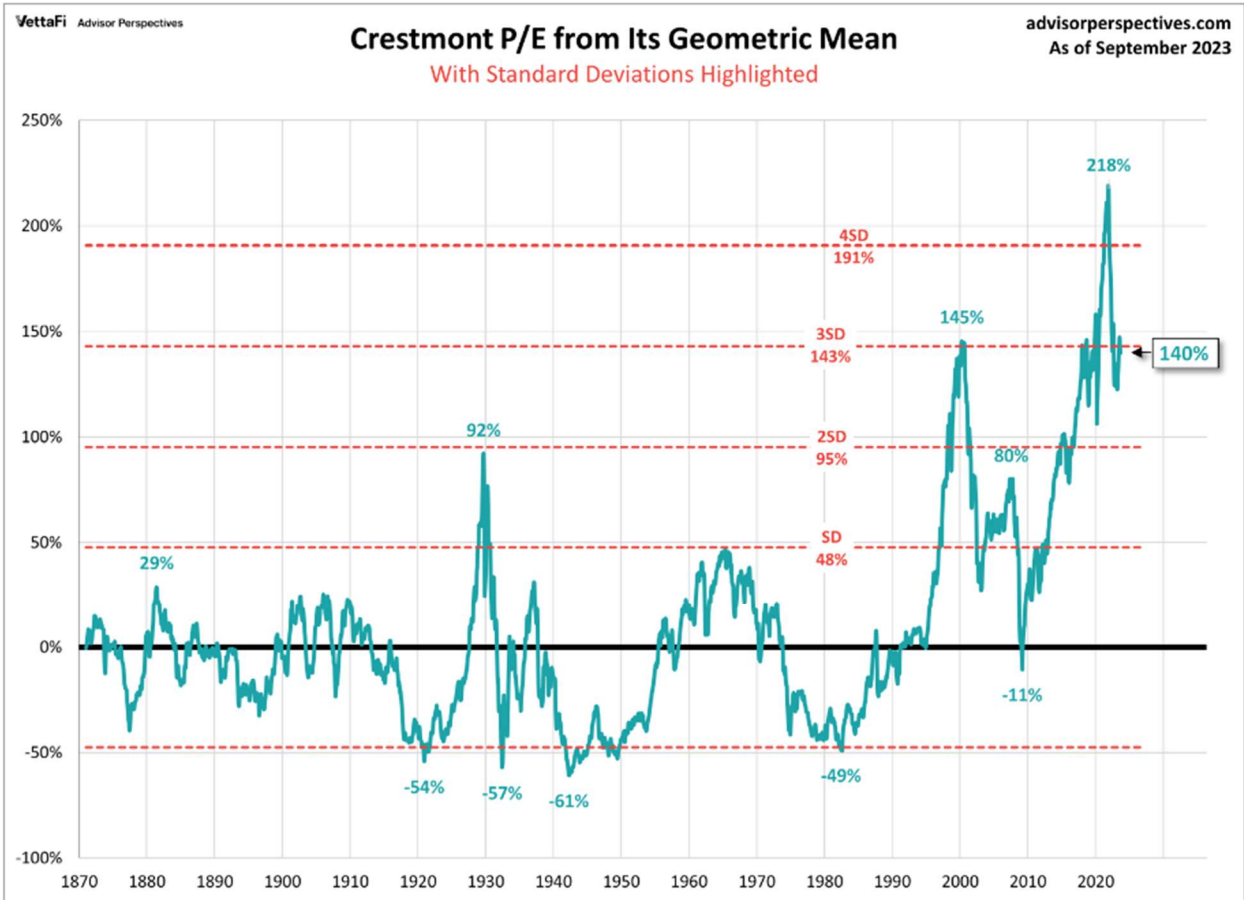
来源：美国有线电视新闻网

工人要求更高的工资以跟上通货膨胀，这合情合理。然而，工资上涨也可能导致通货膨胀加剧，形成恶性循环。

股票估值持续悬于高位

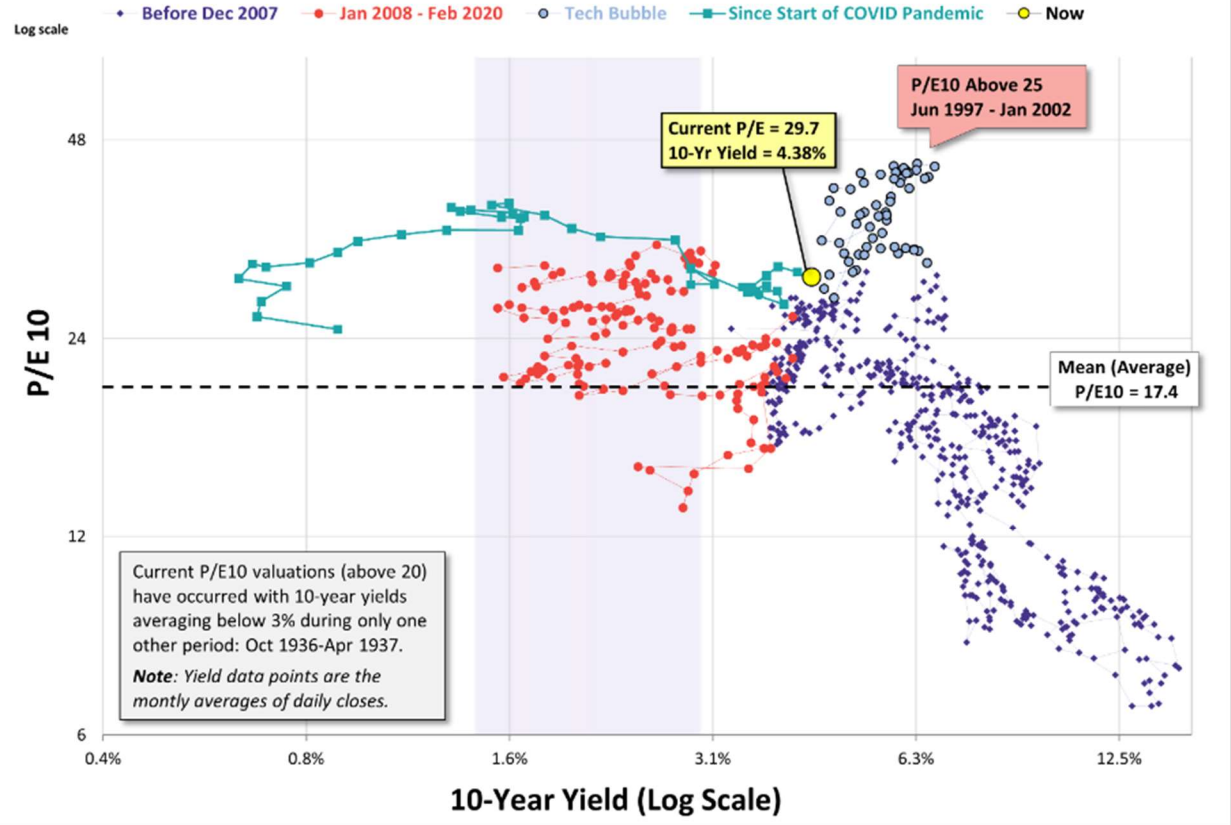
下图显示，相对于平均水平，美国股市目前处于 1999-2000 年科技泡沫之后的第二高水平。如果把通货膨胀和 10 年期国债收益率考虑进去，情况也是如此。

估值指标并不是短期股价的可靠预测指标。然而，股价突然大幅下跌的可能性始终存在，特别是在美联储决定长期维持高利率、企业利润面临挑战的情况下。

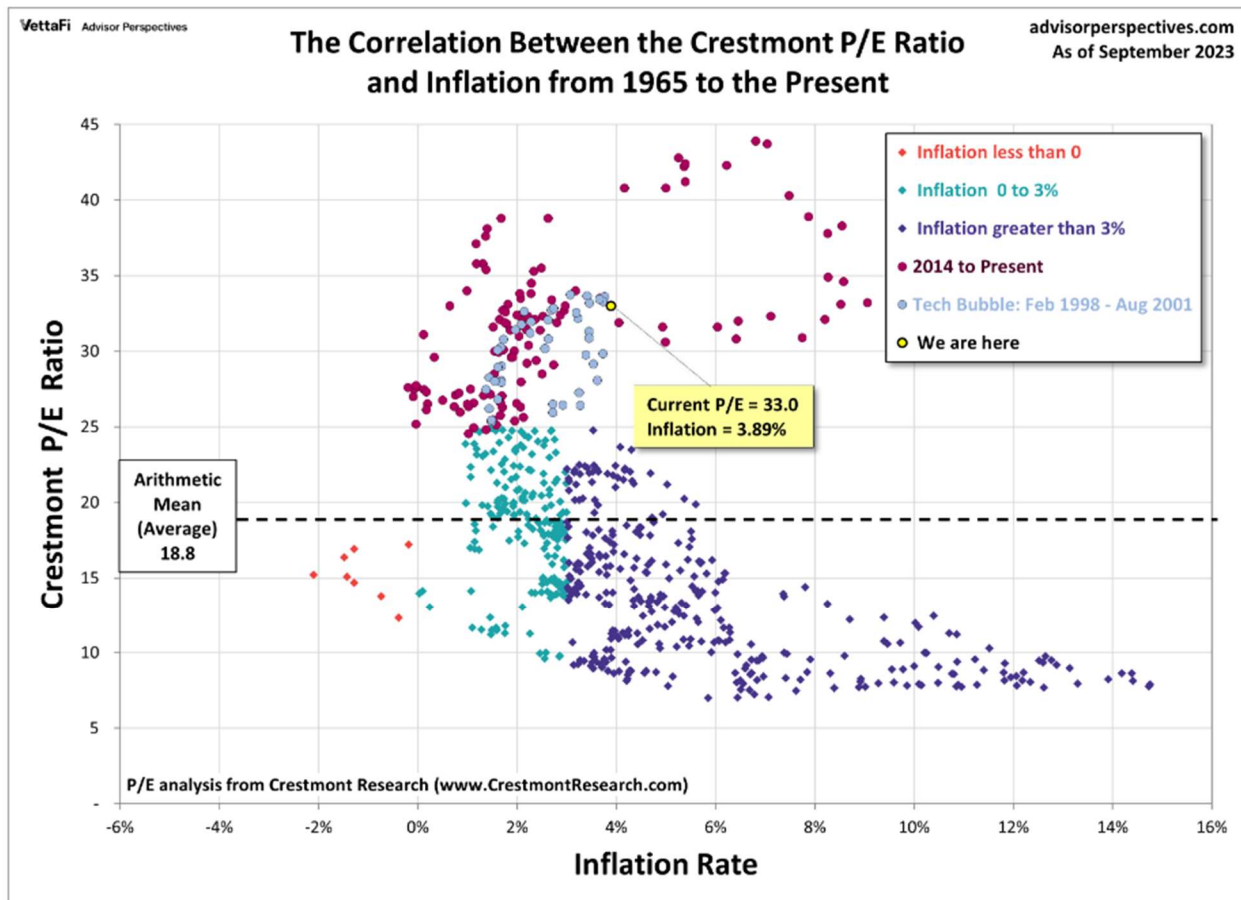


资料来源: Jennifer Nash, Vettafi

P/E 10 and 10-Year Treasury Yields Since 1960



资料来源: Jennifer Nash, VettaFi



资料来源: Jennifer Nash, Vettafi

聚宝轩投资俱乐部 2023 年第四季度投资策略

我们预计主要经济体将能够应对这一利率上升周期。股票和债券市场都可能度过难关。2024 年是总统选举年。从历史上看，自 1928 年以来，83% 的选举年都有积极的表现，平均回报率为 11.28%。鉴于此，考虑在 2023 年第四季度部署资本可能是有利的。

然而，我们观察到的许多经济因素都有不确定性。鉴于盈利环境充满挑战、股票估值较高以及近期地缘政治紧张局势升级，采取谨慎态度是明智之举。值得注意的是，股市和债市大幅调整甚至短暂熊市任然可能发生。