



聚寶軒投資俱樂部

會員簡報

2023 年第一季度

我們處在十字路口

我們已經到了一個多方面因素共同作用的關鍵時刻。一方面，美聯儲等央行加息對實體經濟的影響開始顯現，矽谷銀行（SVB）和 Signature Bank 的倒閉就是明證，導致美國銀行體系動盪，尤其是在美國地方銀行部門。瑞士信貸的倒閉也引發了人們對全球銀行體系健康狀況的擔憂。此外，媒體一直在強調公共和私人債務、房地產行業的潛在問題以及美元疲軟等問題。儘管前面提到了不確定性，但有一些積極的指標使市場在 2023 年第一季度上漲了 6.17%。其中包括通脹下降和經濟衰退的可能性，這應該會促使美聯儲調整政策。鑒於不確定性，我們的俱樂部採取了保守的做法，加上投資對沖保險費用，導致我們的投資組合在今年第一季度的表現不及基準。儘管如此，我們仍然堅持“安全第一”的原則。

股市從這裡會走向何方？我們認為我們正處於關鍵時刻。我們正在密切關注可能影響市場軌跡的幾個因素，企業盈利是中短期的關鍵決定因素之一。

改善市場環境的關鍵因素仍然存在

市場對銀行系統的擔憂過甚

許多人將最近的 SVB 危機與引發 2008 年金融危機的事件進行了比較，特別是貝爾斯登的倒閉甚至雷曼兄弟的時刻。然而，我們認為，如果政府機構有效管理潛在的信貸緊縮，這場危機的規模將有所不同，並且可以得到遏制。SVB 問題的根源在於資產負債錯位。多年來，該銀行的初創客戶已將大量現金存入該銀行，由於低利率環境，SVB 將其投資於長期政府債券。

隨著利率上升，這些債券的價值不斷下降，給銀行帶來了巨大的未實現損失。當初創公司客戶在充滿挑戰的 IPO 和私募融資環境中提取存款以維持業務時，SVB 面臨資金短缺，不得不虧本出售債券。這導致了存款人的恐慌，他們撤回了資金，最終導致銀行倒閉。Signature Bank 也發生了類似的情況。

因此，這些問題是這些銀行及其客戶群特有的問題，而不是銀行系統的系統性失敗，正如 2008 年所見。這些銀行倒閉的影響在整個美國銀行系統的背景下相對較小。例如，SVB 相對於當前美國經濟的規模僅為總部位於紐約的美國銀行相對於當時的美國經濟而言的 4%，後者於 1941 年倒閉。此外，如果我們將 SVB 和 Signature Bank 合併，它們在美國經濟相對規模仍將小於 1984 年倒閉的 Continental Illinois Bank。

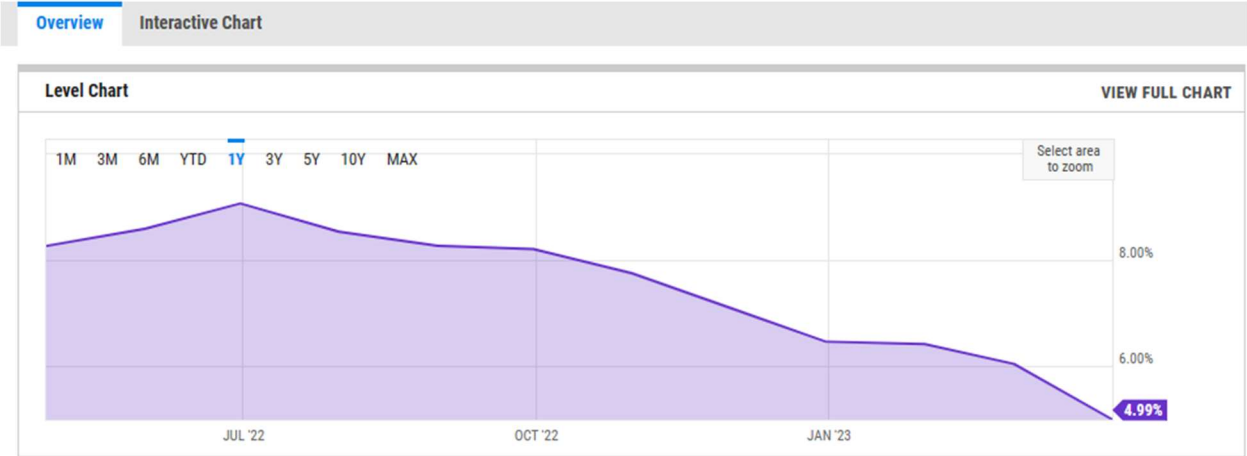
由於一系列醜聞、管理層變動和重大虧損，瑞士信貸多年來一直在苦苦掙扎。因此，這也是該銀行特有的案例。

美聯儲加息週期可能進入最後階段

美國通脹自去年 7 月達到峰值以來一直在持續下降，今年 3 月仍延續這一趨勢。居民消費價格指數 (CPI) 環比僅上漲 0.1%，同比上漲 5%，較 2 月份有所改善，低於市場普遍預期。不包括食品和能源的核心價格每月上漲 0.4%，每年上漲 5.6%，符合預期。SVB 和 Signature Bank 最近的倒閉，以及更多銀行倒閉的可能性，可能會影響美聯儲的決策。在 3 月份的會議上，央行將利率提高了 0.25%，但官員們表達了對銀行業問題的擔憂，並降低了對加息的預期。甚至有人考慮暫停加息，這表明美聯儲加息週期或即將結束。

US Consumer Price Index YoY (I:USCPIYY)

4.98% for Mar 2023



Source: YCharts.

回顧 1988 年以來的美聯儲加息週期，我們可以看到，除了 1999 年至 2000 年期間受 9/11 襲擊影響外，每個週期都對股票和債券市場產生積極影響。平均而言，股票市場上漲了 157%，而固定收益在暫停上漲六個月後上漲了 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%

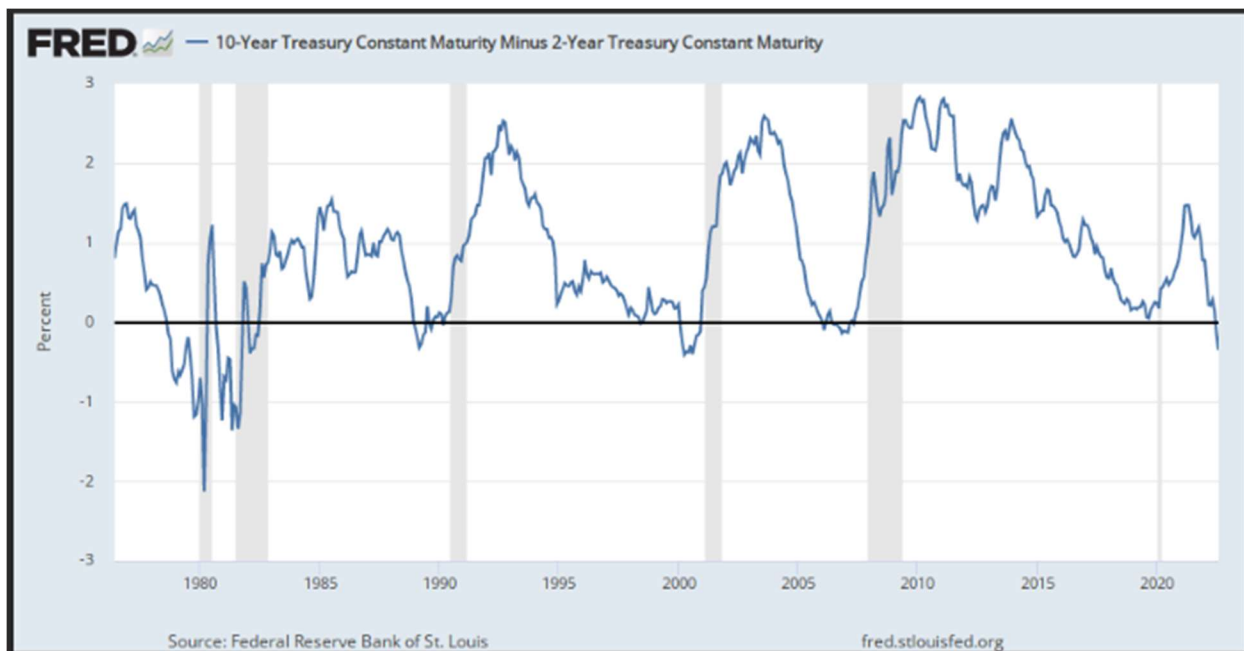
Source: Morningstar as of 2/28/2023. Equity cumulative returns calculated using S&P 500 Index return. See further disclosures at end of document. ^One hike of 25 bps. Federal Reserve paused immediately following single hike. *Hiking cycle has not concluded.

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.

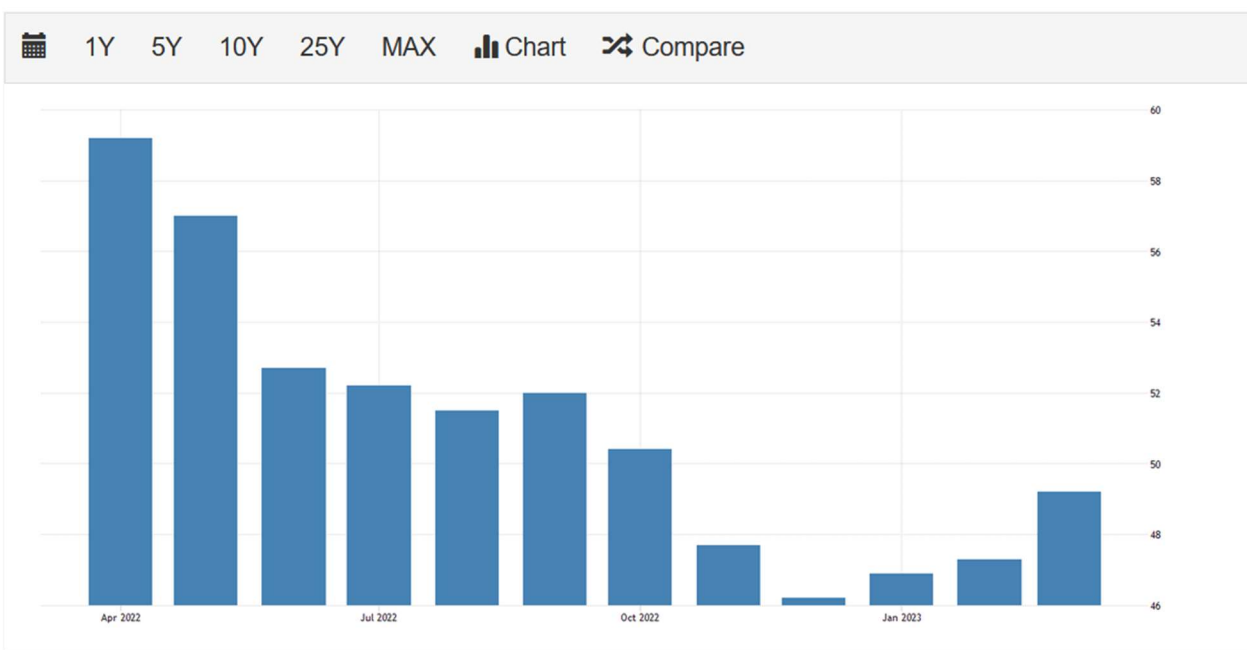
經濟衰退仍有可能，但會是溫和的衰退

由於收益率曲線仍然倒掛且陡峭，經濟衰退的可能性仍然很高。



然而，我們仍然相信即將到來的經濟衰退將是溫和的。這主要是由於處於 50 年來最低水準的低失業率。新增工作崗位強勁，3 月份失業率從 3.6% 下降至 3.5%。儘管工資增長放緩，但勞動力參與率有所上升。當個人擁有工作保障時，他們更有可能消費、投資和要求加薪。這至關重要，因為消費者支出幾乎占美國經濟的 70%。

此外，美國製造業採購經理人指數自 2022 年 12 月觸及低點後逐漸改善，但仍處於收縮區間。



地緣政治緊張局勢出現緩和跡象

俄羅斯和烏克蘭之間的衝突仍在繼續，但今年早些時候有人呼籲進行和平談判。中國的和平計畫雖然可能對烏克蘭有不利，並且不完全現實。但它是朝著正確方向邁出的一步。

此外，我們對台海緊張局勢可能加劇的擔憂並未成為現實。議長凱文麥卡錫先生沒有訪問臺灣，而是在蔡英文總統在加利福尼亞停留期間會見了她。值得注意的是，美國政府官員都沒有與蔡英文會面。因此，今年中國在台海的軍事演習規模遠小於去年時任議長佩洛西訪台時的規模。

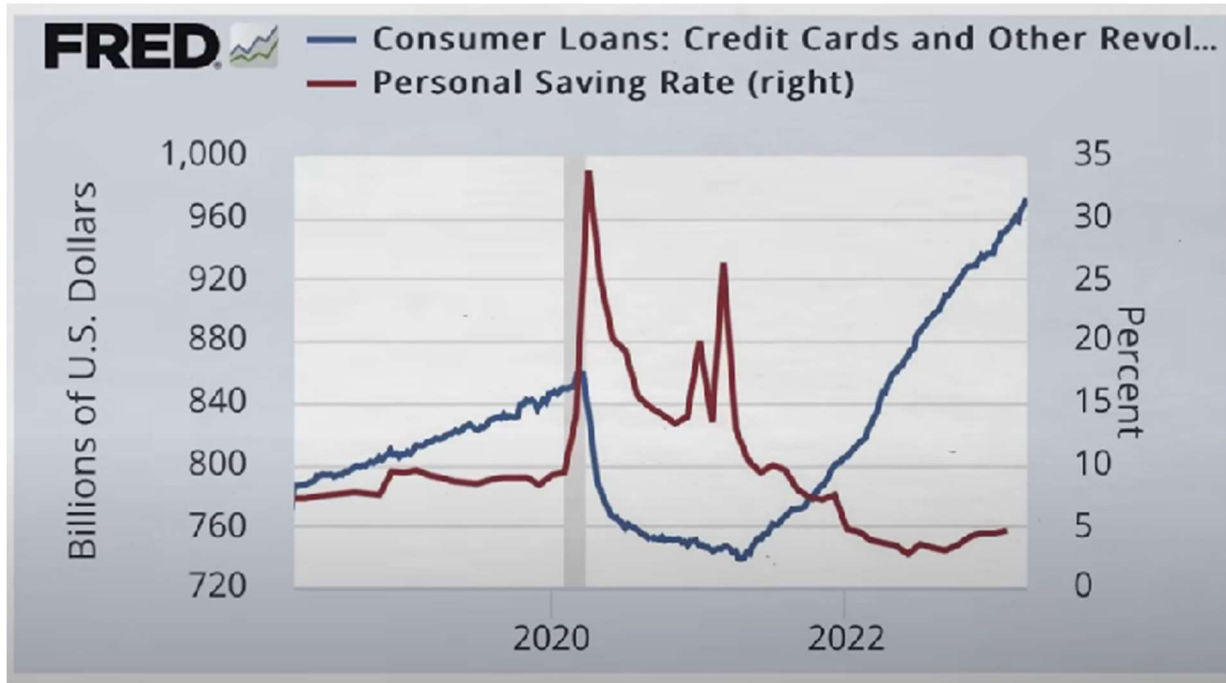
不確定性和灰犀牛

雖然股票和固定收益的市場環境都顯示出良好的改善跡象，但我們仍不確定牛市是否真的回來了。一些不容忽視的問題，例如高債務和低儲蓄，房地產部門可能崩潰，以及各國在國際貿易中越來越多地使用本幣對美元的長遠影響。

低儲蓄率加上高負債

儘管美國家庭儲蓄率從 2022 年的低點上升到 2023 年 2 月的 4.6%，但仍遠低於 1959 年以來 8.9% 的歷史平均水準，是 2000 年以來的最低水準。信用卡債務創歷史新高，接近

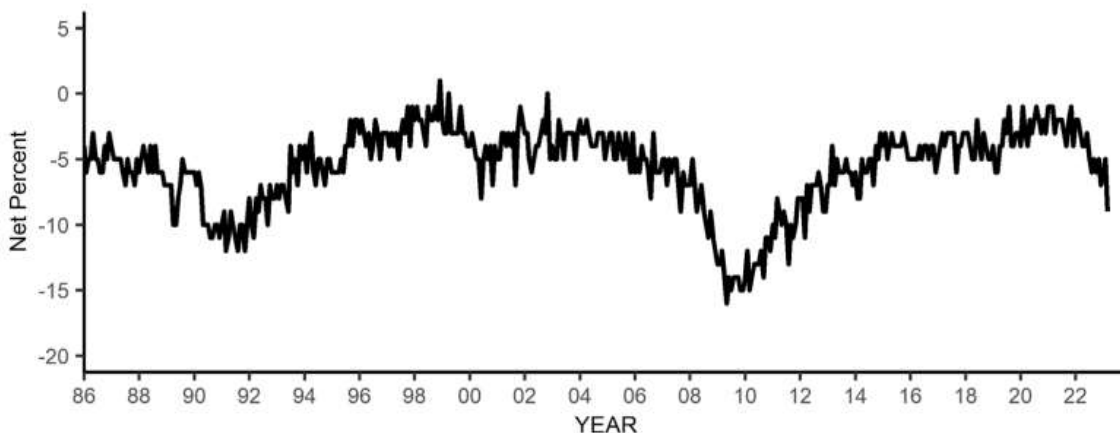
1 萬億美元。由於利率上升，債務變得越來越昂貴。這描繪了一幅淒涼的畫面。



由於債務不斷增加以及對 SVB 和 Signature Bank 最近倒閉導致的銀行業危機的擔憂，美國銀行變得謹慎，並且現在正在實施更嚴格的貸款標準。

CREDIT CONDITIONS

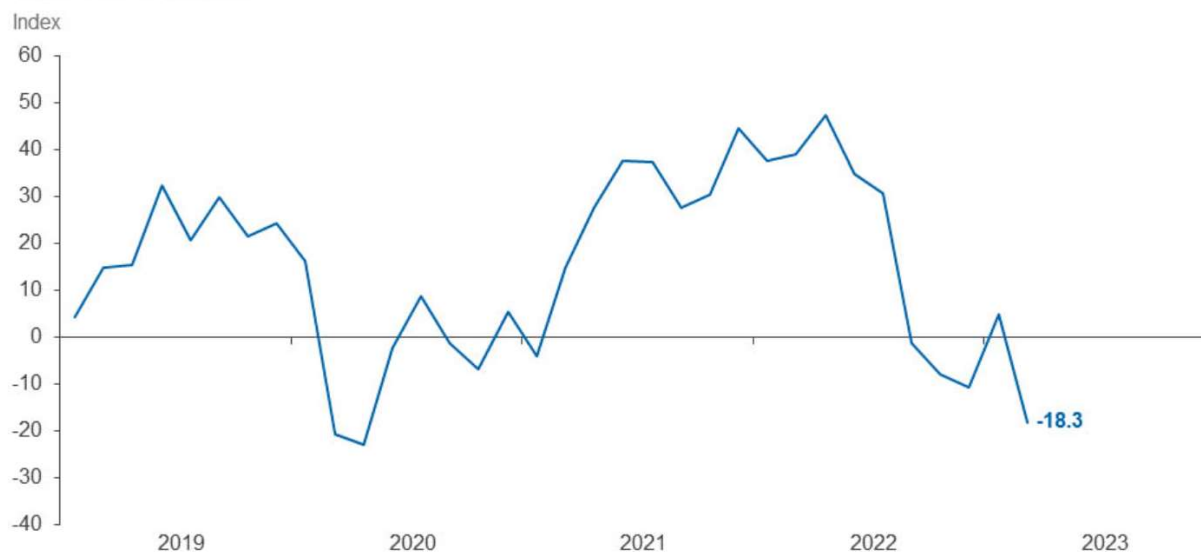
Loan Availability Compared to Three Months Ago*
January 1986 to March 2023



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

此外，包括 71 家銀行在內的達拉斯聯儲最近進行的一項調查顯示，貸款量顯著下降。不斷惡化的信貸狀況可能對美國經濟產生長期不利影響。

Total Loan Volume



美元越來越弱

還有一個令人擔憂的問題需要考慮，即儘管美聯儲加息，但美元仍在下跌。這背後的原因是越來越多的國家使用本國貨幣進行貿易，導致離開美國的美元減少。因此，美國通過印更多鈔票來減輕債務變得越來越困難。此外，隨著更多美元留在國內，對抗通貨膨

脹變得更加困難。

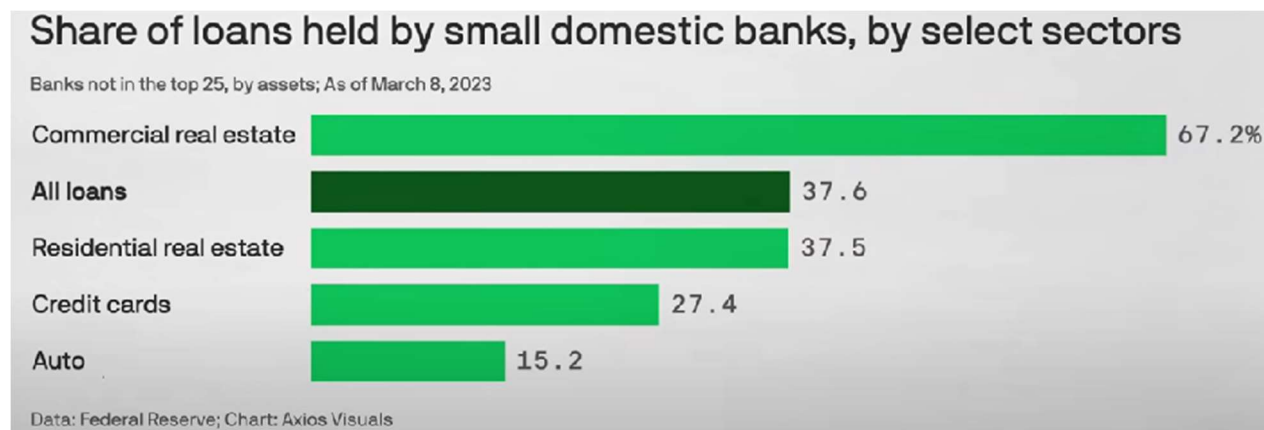


Dollar and US short-term rate: an odd divergence

房地產可能成為灰犀牛

當一個緊迫的問題是房地產行業，特別是商業地產的狀況。到 2025 年，將有大約 1.5 萬億美元的美國商業地產需要償還。由於較高的利率和商業房地產的租出率在 Covid 後仍保持在 60%-70%，摩根士丹利強調了迫在眉睫的再融資風險。他們預測寫字樓和零售物業的價值可能會暴跌多達 40%。如果摩根士丹利的預測成為現實，其影響將波及整個經濟，進而影響股票和固定收益市場。由於這些貸款中的大部分是由地區性銀行發放

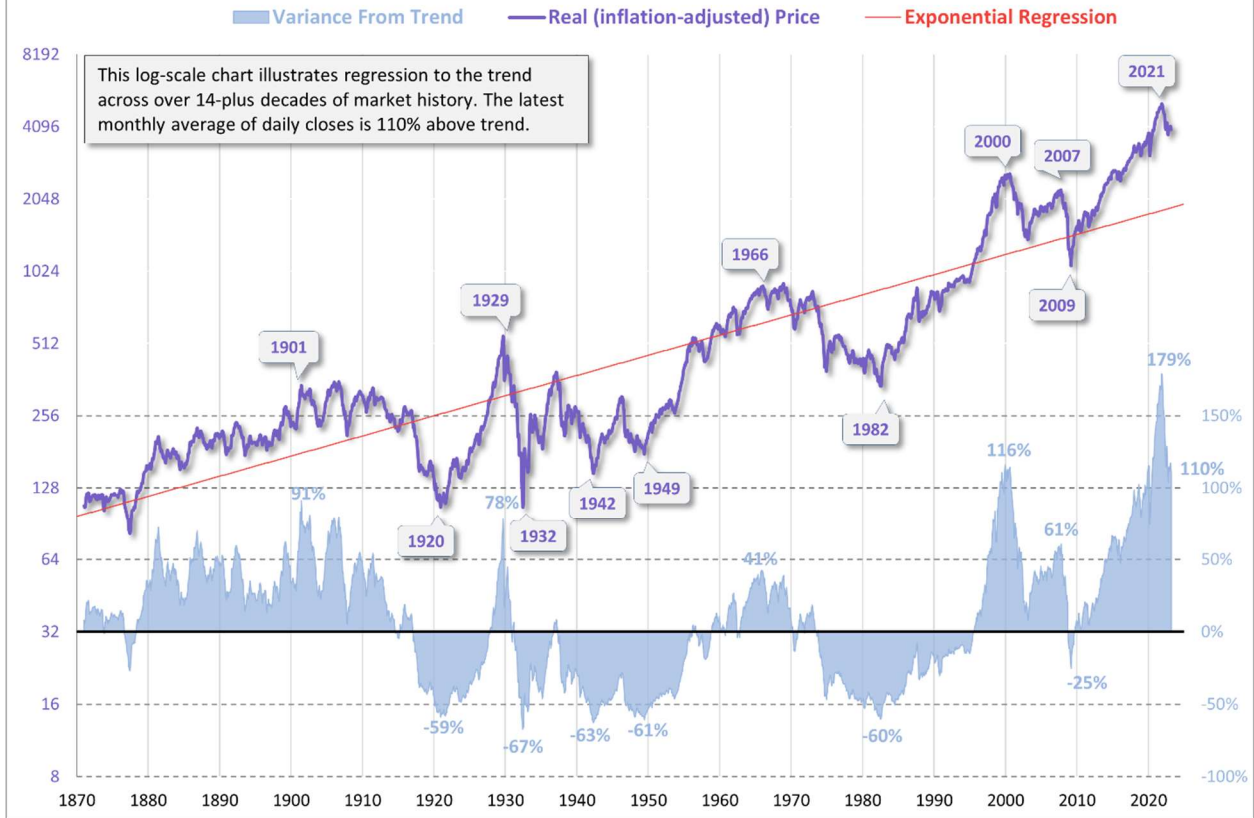
的，這些貸款在 SVB 倒閉後已經緊張不安，這一事實使情況變得更加複雜。

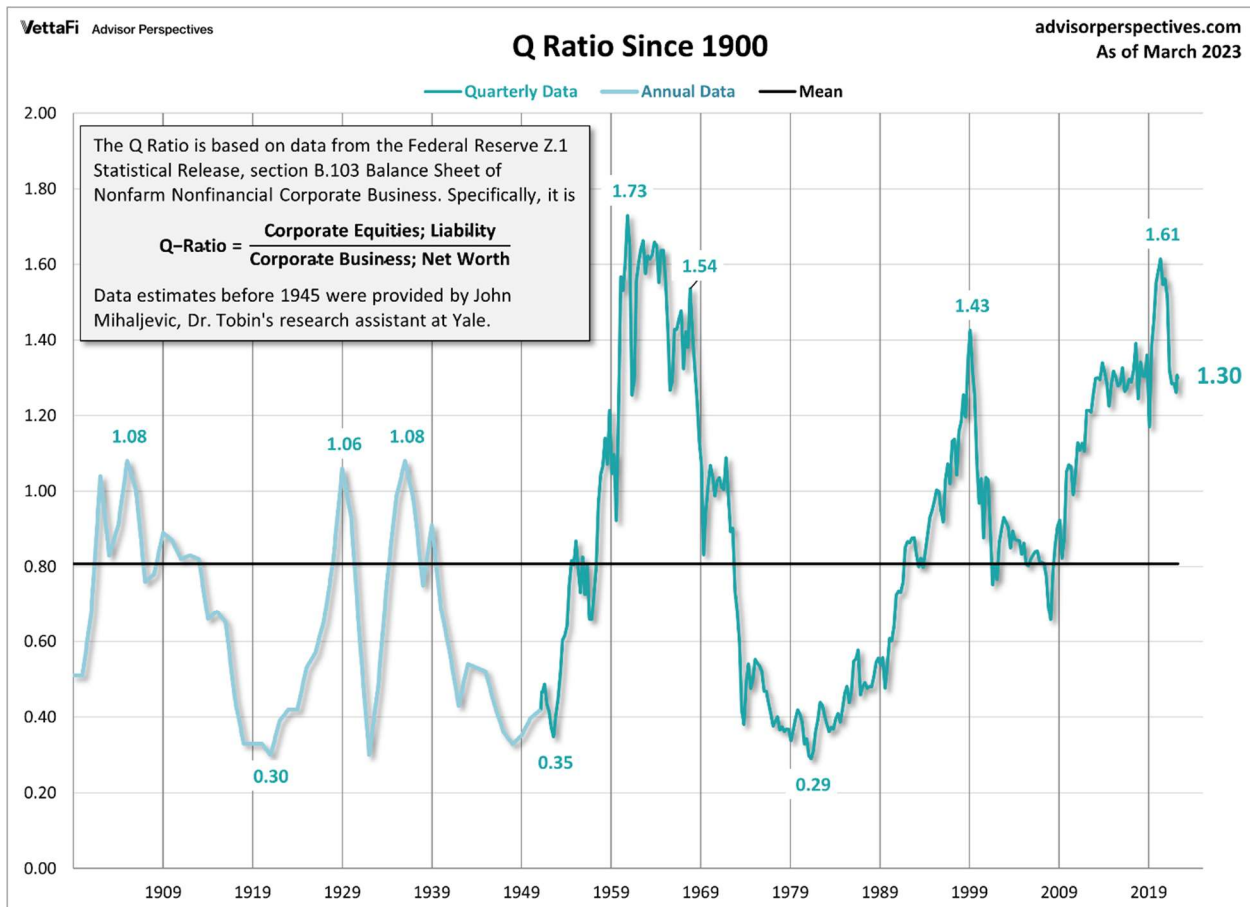


股票估值仍處於“熱點”區域

我們注意到 Advisor Perspective 中的兩個圖表。第一張圖表描繪了標準普爾價格的回歸分析，表明 3 月份標準普爾綜合指數比歷史趨勢高出 110%。這是自 1870 年以來從未出現過的現象。第二張圖表是 Q 比率圖表。該圖表顯示儘管 Q 比率從 2021 年的峰值有所下降，當前讀數為 1.3，而歷史平均值為 0.8。目前估值仍股市比公允價值高出 162.5%。

S&P Composite Index: Regression to Trend





聚寶軒投資俱樂部 2023 年第二季度投資指南

儘管以上圖表均未提供對短期投資策略的寶貴見解，但它們有助於建立對股市長期表現的預期。因此，即將到來的牛市能否成功取決於盈利。

我們的讀者可能還記得，我們對美國公司的盈利持保守看法。儘管由於通脹下降、美聯儲加息可能暫停以及中國經濟在大流行後反彈等因素標普每股盈利將在 2023 年底逐步復蘇，我們預計今年上半年美國公司的盈利將表現平平。因此，我們計畫在 2023 年第二季度保持審慎的投資方式，直到我們看到盈利前景有所改善。