

2023 年 10 月市场讯息

关于利率

当我们进入今年最后一个季度时，我们认为现在是个好时机提供最新市场信息和我们对未来几个月的预期。有时我们感觉有点像打破了记录，过去两年里，同一主题推动了股票和债券市场：利率。这是一个持久且非常重要的主题，在过去不同程度地对市场既有利又有害。关于利率的讨论可能会持续到明年或至少在我们开始看到利率下降和/或利率环境更加稳定之前。

回顾一下，2022 年我们看到了全球创纪录的高通胀。为了应对这种通货膨胀，我们看到了一些央行以历史上最快的速度加息，以控制“通货膨胀之龙”。当他们提高利率的想法是，这会减缓消费者购买商品的速度，目的是使通货膨胀率回到规定的 2% 范围内。每个月全世界都在热切地等待着美联储关于 CPI（消费者价格指数）是否下降的评论和数据表明的方向，以及他们是否会加息或坚持利率。

今年早些时候，我们看到美联储多次加息，但最近两次会议他们已发出“暂缓”加息的信号。他们强调的是“以数据为依据”，并且越来越多的迹象表明通胀正在下降。然而，由于这些行动存在滞后效应，并对住房和租金等某些领域产生的影响，他们必须采取“观望态度”，才能真正评估更高利率对压低通胀的作用。

如前所述，全球央行担心的是他们开始放松利率，结果却看到通货膨胀像 1970 年代末那样急剧卷土重来。我们注意到，今年美联储不断强调利率将“在更长时间内保持在较高水平”。似乎美联储通过推动这一论调来控制消费者和市场，尽管我们认为当前数据并不支持。

这是什么意思？

如果看通货膨胀数据，自去年以来它们已经迅速下降。当然有多种不同的方法来计算通货膨胀、核心通货膨胀、总体通货膨胀和 PCE 或个人消费指数。每一项都包含和/或排除不同的因素以获得不同的数字。受通货膨胀影响最大的领域之一是住房。现在住房是具有很长滞后影响的行业，因此利率上升，就像我们过去看到的那样，几个月后，房地产行业才

感受到了过去一年的影响。影响并不立竿见影，因为租金和房价的下降需要一段时间。因此，如果我们从通货膨胀数据中剔除住房问题，会得到一个非常不同的故事。

目前美国 CPI 包括住房通胀接近 7%，将其降至更现实的水平 1-2%，成为头条 CPI，这已经低于既定的 2% 通胀目标。

我们在《纽约时报》上看到保罗·克鲁格曼等经济学家的文章，指出了这些数字并再次提到“通货紧缩”这个词。每天我们都会听到和读到更多的公司低价出售过剩库存，消费者需求迅速放缓的消息。美联储意识到了这一切，也意识到了他们的行动对通胀的“滞后影响”以及已经实现的迅速进展，但他们仍然坚持“更高，更长的言论”，尽管基础数据已经迅速改善。

为什么？我们最好的猜测是，他们这样做基本上是为了“说服市场”。他们不希望看到股票和债券市场上涨，因为当净资产上升时，会加强消费者感受到的财富影响。这反过来又推动了商品消费，可能会推高通胀。我们认为美联储通过强调：更高，更久，尝试保持一定的美国股市的上限，这符合美联储的最佳利益。

“长期走高”的问题在于，如果将利率维持在目前的水平，那么通货膨胀持续下降，然而将利率保持高水平，商业会越来越受限制，因为实际利率持续上升，对业务的限制。这成为一直在争论的话题，利率应该收的多紧但又不会压垮经济。如果通胀真的下降那么美联储将需要降低利率使其与通胀数据保持一致并更接近“正常化利率”。

市场反应：

请记住，全球市场对利率非常敏感。今年早些时候市场感觉我们非常接近利率峰值，美联储也即将按下暂停按钮。这种看法足以推动美国市场从今年上半年到八月份走高，当美联储确实暂停并停止加息时。快进到 9 月，市场目前正在关注美联储何时降息。美联储早些时候的迹象表明，利率可能会在 2024 年初/中期降息。9 月会议结束后，似乎有些变化，表明利率要到 2024 年末才会下调。因此，“更高更久”。

市场对此反应消极，因为担心保持高利率，会增加经济面临的限制性压力和引发衰退的风险。因此市场在 9 月期间出现抛售。这并不是一个新现象，因为我们在将近 2 年内一直在应对利率的波动。

我们的观点是，我们基本上处于利率周期的顶部，并且已经达到“峰值利率”。从基础数据来看，有明显证据表明通胀正在下降。随着时间的推移，通货膨胀会下降，因为他们衡

量的是逐年变化率，所以到明年这个数字将会更低，因为比较将基于 2023 年通货膨胀达到顶峰的数据，而不是 2022 年的数据。

美国经济对利率上升有着令人难以置信的弹性，并且没有显示出任何迹象随着他们不断提高 GDP 预期，经济将陷入衰退。美国失业率仍处于历史低位。美国消费者虽然减少消费，但仍强势支撑。

这是福也是祸，因为美联储将消费者的实力视为维持高利率的理由。美国创纪录的低失业率也可以被视为股市的负面因素，因为这是美联储可以不降息的另一个原因。这就是为什么他们迟迟不愿推动可能的降息。

市场需要看到的是美联储距离降息越来越近，才能真正启动反弹。今年上半年的反弹主要是由“七巨头”，大型科技股推动的，包括微软、苹果、亚马逊、谷歌、特斯拉、Meta 和 Nvidia 等公司。如果你把这些名字去掉，对于任何指数，回报都是名义上的，因为大盘仍处于观望状态。

如果我们观察加拿大市场，就很明显（截至撰写本文时），多伦多证券交易所指数今年实际回报为负值（-2.1%），而科技股为重的标普 500 指数回报为+10%。加拿大由于该指数严重依赖大宗商品和金融股，因此受到的影响最大。我们都在期盼的中国重新开放所带来的提振并未实现，并且导致大宗商品价格受到抑制。加拿大银行业由于严重依赖家庭抵押贷款业务而表现不佳，随着抵押贷款利率大幅上升，家庭抵押贷款一直面临压力。这迫使银行留出更多资金用于贷款损失准备金，这反过来又减少了银行系统可以借出的资金。这削弱了加拿大银行的利润，进而压低了他们的股价。典型的例子是 BMO 和皇家银行的股价，同比下降约-10%。

请记住，这是一个循环。以银行为例，一旦他们不再需要留出资金用于贷款损失，加上利率下降，银行又将开始盈利。因此，在明年的某个时候，加拿大央行将不得不降息。他们可能必须在美联储之前这样做，因为加拿大经济看起来并不像美国经济那样强劲。加拿大失业率为 5.5%，而美国失业率为 3.6%。

这同样适用于美国，因为美联储将达到必须降息的地步，这就是全球市场需要的大幅走高的催化剂。我们需要看到的是更多美联储的证据来表明，他们越来越接近承认这种情况并实现利率稳定。

从股市的角度来看，许多股票在九月回调后以非常低的价格乘数交易，正如我们的技术分析师**拉斯·维什**指出：

尽管昨天回撤，但我们的短期前景没有改变。我们的所有短期模型极度超卖，这表明主要交易低点即将来临。特别是标准普尔 500 指数非常接近其上升的 200 日移动平均线，这是技术分析中最佳买入点的指标之一。此外，我们仍然没有看到“煤矿里的金丝雀”有任何明显的恶化。——这些指标通常会在真正的熊市（当市场下滑 15-20% 或更多）提前几周甚至几个月发出预警。周期性股票的表现仍然优于防御性股票（工业股 VS 标准普尔 500 指数、可自由支配商品 VS 必需品等）信用利差仍然相当紧张，CDS 指数仅略有走高。

最值得关注的是美国 10 年期国债收益率，目前在短期的基础上已处于超级超买状态。

事实上，上一次出现这种超买是在 2022 年 10 月，当时达到了 4.34% 的峰值，然后在接下来的 6 个月内下降至 3.25%。周线图上也是同样的情况，中期动量指标被拉伸到很少发生的程度，并且仅在主要拐点附近发生。在股市的极端超卖读数和美国 10 年期收益率图表显示的极端超买读数之间，股票和债券市场的主要拐点现在随时发生。（每日行动报告，10 月 4 日。）

从历史上看，九月是一个波动和负面的月份，今年也不例外，因此这带有明确的季节性。当我们进入十月中旬时，我们进入了财报季节，公司开始报告第三季度收益。今年到目前为止我们看到的是，大多数标准普尔 500 指数中的公司盈利超出预期，且普遍预估更高（路透社，8 月 7 日，Noel Randewich）。这证明了美国经济的实力和 GDP 预期的上升。这里的底线是美国经济依然强劲，企业盈利增加可能会在下个月推动该市场，特别是考虑到目前的超卖程度。

还需要注意的重要一点是，美国继续上调 GDP 预估，这与经济衰退完全相反。请记住，经济衰退通常被定义为连续两个季度 GDP 下降。

正如我们在之前的通讯中提到的，我们真正需要看到的是市场上升的扩大化而不仅仅是“七大”科技股。当我们看到标准普尔指数的 500 家公司盈利改善时，以及距离可能的降息越来越近时，这种情况就会发生。记住，市场只需要看到美联储开始考虑降息，就会开始反弹，会早于将息正式开始。

上个月我们在所有投资组合中筹集了一些现金，正在等待市场的变化，以便将这笔现金重新部署到投资组合中。一如既往，如果我们没有看到市场参与，我们将进一步筹集现金，我们很乐意静观其变。

需要注意的一件事是，我们可能不会直接出售投资组合中的持仓，而是减少该持仓的比例。我们不久前在科技板块中的操作，以及今年早些时候针对电信公司比如 Telus 和 Bell 的操作也使得我们获利。对于有分红需要的客户，我们也保留了高分红股票，有些时候股息分红高达 6%。基于高分红的考虑，我们可能会继续持有这些股票，即便可能在股价这些股票未必表现强劲。我们会继续关注科技，消费类和工业板块。我们预估这些领域会有更多的机会，并且在接下的来的几周或者几个月内我们就会作出投资决定。

债券市场

债券市场也受到了高利率的影响，综合指数预计这将是第三个负收益年。利息上涨，债券价格下跌。越是长期的债券收到的影响越大。每股长期债券 ETF（TLT）在过去的 18 个月跌幅高达 48%。

市场普遍会比较关注 10 年期国债收益率，因为这是债券和固定受益市场的风向标。笼统来说，随着利息逐步上升，债券价格会有一个下行的压力，2022 年就是一个很好的例子。如果债券的发售面额是 100 元，那么到期时债券的价值也应该是 100 元，除非发生违约。过去 18 个月持续的利息上涨导致了整个债券市场都在“打折”销售，很多接下来 1 到 5 年到期的的高质量债券普遍定价在 80 到 90 元。

这就是说，如果现在按 80 元购买 100 元面额的债券，那就能得到 20 元的资本收益（债券到期时值 100 元）并且还能在接下来 5 年拿到利息。当我们计入资本收益和利息，每年的回报按不同税率计算可以达到 5.8%–6.7%。资本收益的所得税低于利息收益的税率，所以债券投资比年收益 5.5% 的 GIC 更加合适。这种现象在过去的 30 年里是第一次发生。这就是为什么我们把债券加入那些需要有现金收益的平衡投资客户的投资组合里。

固定收益市场因为利息波动而处境艰难，即便这样我们还是觉得持有这些债券直至到期是一个谨慎的决定。我们相信这些债券都是高质量的并且会在接下几年提供稳定的回报。基于此，我们现在已经买入 2–5 年期的债券。我们预估债券市场会随着利息的下降而走强，这也将会极大的帮助 2024 年整体收益表现。

抱歉我们一直重复，一切只跟美联储的决定和接下来几个月利息的走向相关。坦白说对于市场，此时此刻其他因素都不重要。重点不在中国，乌克兰，政府停摆，或者疯狂的美国政治，只有利息最重要。

如果您有任何问题，请与我们的团队联系。



BMO Private Wealth is a brand name for a business group consisting of Bank of Montreal and certain of its affiliates in providing Private wealth management products and services. Not all products and services are offered by all legal entities within BMO Private Wealth. Banking services are offered through Bank of Montreal. Investment management, wealth planning, tax planning, philanthropy planning services are offered through BMO Nesbitt Burns Inc. and BMO Private Investment Counsel Inc. Estate, trust, and custodial services are offered through BMO Trust Company. Insurance services and products are offered through BMO Estate Insurance Advisory Services Inc., a wholly-owned subsidiary of BMO Nesbitt Burns Inc. BMO Private Wealth legal entities do not offer tax advice. BMO Nesbitt Burns Inc. is a member of the Canadian Investor Protection Fund and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada. BMO Trust Company and BMO Bank of Montreal are Members of CDIC. ® Registered trademark of Bank of Montreal, used under license.

IA Newsletter & Securities Disclaimer

The opinions, estimates and projections contained herein are those of the author as of the date hereof and are subject to change without notice and may not reflect those of BMO Nesbitt Burns Inc. ("BMO NBI"). Every effort has been made to ensure that the contents have been compiled or derived from sources believed to be reliable and contain information and opinions that are accurate and complete. Information may be available to BMO NBI or its affiliates that is not reflected herein. However, neither the author nor BMO NBI makes any representation or warranty, express or implied, in respect thereof, takes any responsibility for any errors or omissions which may be contained herein or accepts any liability whatsoever for any loss arising from any use of or reliance on this report or its contents. This report is not to be construed as an offer to sell or a solicitation for or an offer to buy any securities. BMO NBI, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may from time to time acquire, hold or sell securities mentioned herein as principal or agent. BMO NBI -will buy from or sell to customers securities of issuers mentioned herein on a principal basis. BMO NBI, its affiliates, officers, directors or employees may have a long or short position in the securities discussed herein, related securities or in options, futures or other derivative instruments based thereon. BMO NBI or its affiliates may act as financial advisor and/or underwriter for the issuers mentioned herein and may receive remuneration for same. A significant lending relationship may exist between Bank of Montreal, or its affiliates, and certain of the issuers mentioned herein. BMO NBI is a wholly owned subsidiary of Bank of Montreal. Any U.S. person wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so through BMO Nesbitt Burns Corp. Member-Canadian Investor Protection Fund.