

二零二二年十月市场分析

十月通讯：吸收消化了或是还未完成？

市场更新：我们认为这是向大家介绍市场最新情况的好时机。尽管过去的 10 个月一直很艰难，但有一些迹象可能表明，我们即将接近这个去年蹂躏了股票和债券市场的无情熊市的底端。

回顾一下，自我们上次发布通讯以来并没有太大变化，因为全球股票和债券市场一直在努力应对全球通胀的上升以及央行为抑制通胀而采取的加息行动。通货膨胀比央行的预期更加持久，因此他们提高利率的程度和速度比市场预期的更高和更快。

围绕通货膨胀和利率的市场不确定性导致了 we 经历了 25 年来的最大波动。日均波动如此巨大，单从过去两周的数据来看，从 10 月 2 日开始，市场在 2 天内上涨了 6%，然后在接下来的 3 天内下跌了 5.5%。在 10 月 13 日，当 CPI 数据公布时，市场开盘又下跌了 2.5%，然后在短短几个小时内转身收盘上涨 2.5%。在一天之内，我们看到一些股票开盘时下跌 5%，收盘时却上涨 5%。这是周四的情况，到了周五，市场又跌落 2.5%。然而，到了周一，17 日市场交易回升超过 2%。上个月，我们看到 FedEx 在收益公告中单日损失了 -23% 的价值。这些疯狂的波动一直是过去 10 个月的主题。“理性”不再是可以用于解释这些反复回旋的术语。在这种波动中没有任何“避风港”，因为即使是像 Royal Bank 这样的加拿大银行也会在一周或者一天内比其高点下跌了大约 -22%。

10 月份市场创下新低，标准普尔 500 指数同比下跌 25%，纳斯达克指数下跌 36%。正如我们之前指出的那样，这类市场表现并不经常出现。人们忘记的是，通常在波动时期提供一定稳定性的债券市场现在却与股票市场一样可怕。这是自 1721 年、1865 年和 1920 年以来美国债券市场历史上第四个最糟糕的年份，回报率跌破 -20%。因此，即使是拥有“蓝筹分红股”和政府债券的防御性平衡投资组合也面临着超过 20% 的损失。例如，美国综合债券指数为 -17.1%，美国长期债券指数为 -34.8%。

这些并不仅是令人恐慌的数据，而是提供了关于我们来自哪里以及我们要去哪里的背景信息。这些不断重复的市场周期，反过来又是市场自我治愈，向前发展的动力。非理性行为会导致这些疯狂的回转和波动，然后在某些时候理性会回归、估值变的重要、资产负债表变得重要、股息变得重要、有效的公司管理变得重要，那时市场筑底完成并开始复苏。



通过这种波动，我们也经历了一些剧烈的反弹，比如标准普尔今年有 7 次“熊市反弹”。最剧烈的那次是跟随“六月低点”，市场从低点反弹了 19%。这是一次非常剧烈且强劲的反弹，所有股票和行业都参与其中，许多人认为这是熊市的结束，因为人们认为通胀已经见顶。不幸的是，接下来的一个月通胀数据略有上升，导致市场再次回落。

这就是我们之前说过的“熊市陷阱”，今年已经发生了 7 次。您可以从下面的图表中看到去年的反弹和回撤速度有多快。每日和每周的大幅波动正是市场交易变得如此困难的一个关键原因。即使那些被认为是具有防御性的行业的必需消费品性消费类股（类似卫生纸、洗涤剂、食品）也未能幸免于波动性带来的损失，我们在今年早些时候就曾付出的代价，当时整个行业在两天内下跌了 8%。这都是经验教训。



触底序列

这个“六月低点”或现在的“十月低点”是一个重要的数据点，因为当时标准普尔 500 指数在 6 月回升至大约 3600 点。

通过过去 2 个月的反弹和随后的回调，我们看到标准普尔指数的交易价格略低于“6 月低点”。我们的技术分析师 Russ Visch 表示，这是“界线”，因为标准普尔指数保持在这个点非常重要。从技术角度来看，Russ Visch 一直在寻找的是对 6 月低点的“重新测试”。为什么这对他至关重要，因为在技术分析中，需要先看到低点被重新测试，然后才能确定市场的底部。

Russ Visch 的评论： 我们希望在接下来的几天里看到更多的上行趋势，但目前看来，最近的价格走势显示波动性比我们希望看到的更大。代表了一次成功的测试 6 月低点是熊市结束时常见的“低点、反弹、重新测试”触底序列的一部分。现在判断新的周期性牛市已经明朗化还为时过早，因为这只发生在收盘价高于 8 月峰值时。(TSX: 20,323, SPX: 4325, Nasdaq: 13,181) 然而，我们越来越有信心，这种周期性熊市的所有价格损失现在都被市场消化了。

“触底过程”非常重要，因为这将有助于建立市场在未来几天、几周、几个月和几年内反弹的平台。但是这将不会是类似 Covid 低点之后出现的直线。围绕着美联储对利率的定期评论（下一次是 11 月 2 日的）和每个月 CPI 或通胀数据，将会出现断断续续、上下调

整、横盘走势和一些波动。如果要从市场的这些低点有意义地反弹，市场需要看到 CPI 下降。Russ 遵循的其他技术指标也显示了自 1987 年以来在某些情况下从未出现过的数据，这使他越来越有信心认为市场超卖严重并倾向于市场触底。

市场底部很难判断，我们想必对“熊市陷阱”已经感到厌倦，今年我们已经看到了 7 次。我们绝不会在此时进入市场并购买新的头寸，因为我们需要看到来自市场和经济体的更多信号：1. 通货膨胀已经见顶。2. 利率上升速度放缓。3. 消费数据仍然健康。4. 房价稳定。5. 美国 and 全球失业率不会突然开始飙升。失业率的有限增加实际上会受到市场的欢迎，因为这表明通胀模型中的工资压力有所减轻。

在过去的两周里，我们看到标准普尔 500 指数从低点强劲反弹。为“触底过程”提供了更多支持。我们也正处于收益季节之中，并且看到许多公司的收益超出预期，其股价走高，并开始显示趋势从下降变为上升。目前，标准普尔 500 指数位于 3807 点，比 Russ 的“界线”高出近 200 点。

完全吸收消化了么？

通胀威胁和增长放缓在多大程度上已经体现在了股价上？在市场经历了一段非常艰难的时期之后，其中相当一部分已经体现。这是我们对投资者最重要问题的简短回答。通货膨胀仍然是一个关键问题——然而，BMO Economics 坚持他们的说法，即北美的通胀可能已经达到顶峰。话虽如此，从这里往下走不会是一条直线。

10 月 27 日，加拿大央行将利率上调 50 个基点，低于预期，因为他们开始看到经济活动放缓。市场将此视为一个强烈的积极因素，即加息速度正在放缓，并且开始看到预期对通胀的影响。

这包括较低的能源/商品价格、租金中间值、航运（更具体地说是卡车运费）、制造业和服务业采购经理人指数价格以及核心进口价格。所有的信号都显示压力正在减轻。甚至平均时薪和二手车价格上涨也在放缓，房价开始下跌，这表明通常滞后 6 至 12 个月的货币政策决策的影响开始产生影响。（BMO 经济学，11 月 18 日）

改变对通胀走势的解读可能还为时过早，与以往口径一致的美联储表态不同，一些美联储成员最近对行动过快产生的风险提出了一警告。通货膨胀可能是焦点，但对于央行来说，金融稳定性也同样重要。金融状况恶化、市场流动性减弱和信用风险上升可能会产生持久影响。最近的一个例子是英格兰银行 (BoE) 对英国政府不明智的财政政策的反应，说明利率迅速上升会如何破坏金融市场的稳定。英国首相 Liz Truss 在上任 3 周后辞职，她是经济政策误导的牺牲品。

我们将在 11 月 2 日美联储开会并宣布其利率预测后了解到更多信息。

那么市场将如何发展呢？

根据美国银行的一些评论，许多人认为，鉴于已经在全球股市看到的下跌，最糟糕的情况已经被消化吸收了。

“美国银行表示，其调查显示的基金经理对于股票市场和全球增长的情绪为全面投降，为2023年股市反弹开辟了道路。该银行的月度全球基金经理调查“呼吁宏观投降、投资者投降、开始政策投降吧” Michael Hartnett 为首的策略师周二在一份报告中写道，他们预计在美联储最终放弃加息后，明年上半年股市将触底。”

资料来源：引自美国银行分析师 Michael Hartnett。于10月13日星期四在 Bloomberg 发表。

这与 Russ Visch 上面所说的一致，因此技术分析和基本面分析都开始指向市场的底部。在收益方面，我们还看到公司报告的收益优于预期并提供了积极的指导，这是另一个迹象表明市场开始转向。

当我们查看许多股票价格及其资产负债表时，会看到多年来甚至十年未见的估值和股息收益率。这让我们感到兴奋，因为我们知道在不久的将来市场将再次注意到这些估值并开始奖励那些股价更高的公司。我们已经开始看到这一趋势。

通过更多地关注市场的股息，我们还在投资组合中建立了高于正常水平的收入来源，因为股票价格如此之低，股息百分比变的很高。当我们进行分析时，我们看到有的公司有很强的持续支付股息的能力和每年增加股息的历史，以及良好的盈利增长。这些是我们正在购买并在今后持有的公司。

我们也意识到，尽管波动性令人不安，但我们必须或多或少地接受它。即使是这些派息丰厚的股票在去年也经历了大幅调整，但是我们低价持有它们，我们认为在强劲的股息收益率的支持下，它们将在未来几年成为回报强劲的投资组合。

我们也意识到我们不能100%退出市场，因为那样我们就无法参与市场的任何复苏。我们已将每个投资组合的一部分分配到战略性现金储备中，我们将其与股票一起持有。对于我们继续持有的股票，我们有很高的信心。并且随着复苏的展开，我们将用现金储备购买更多这些股票。

举例来说，在市场强劲时，皇家银行大概占到投资组合的4%-5%，然而现在只有2%-3%。相同情况的有 Telus, Bell Canada, Microsoft, Target 等公司。有很多加拿大公司非常具有吸引力。

科技板块也在今年受到重创，当市场开始反转时该板块很有可能产生很高的回报，但也不能避免波动。目前我们减少科技股的持有，我们将在适当的时机增持科技股并再次寻找该板块的股息分红。再次强调，在高波动的板块，我们会更加注重防御。

目前处于收益季节的开始，这通常会导致市场上涨和下跌的波动性增加。例如，Netflix 今年下跌了 -60%，但在本季度公布了可观的收益，使该股上涨了 +13%。这是一个明显的例子，表明市场已经消化了比现实糟很多的预估，我们开始从 Caterpillar、Deers 和其他工业股上看到越来越多的例子。

我们认为熊市已经接近尾声，央行和美联储将开始减缓加息的进程，并在 2023 年停止加息。当通货膨胀在 2023 年回落，市场将进入正式复苏。

我们的总结和变化

过去的几十年，我们一直用“止损”策略来管理投资组合，并证明了其有效性。简单来说就是在个股跌破设定点位后立即卖出。去年该策略在某程度上并没有帮助我们，主要原因是增大的波动幅度，反弹和随后的回调。

最终发生的事情是，在我们其实更愿意持有的仓位上，我们“被迫平仓”。在许多情况下，我们最终以较低的价格回购了个股，但股价再次波动，迫使我们第二次“被迫平仓”。无论一家公司多么优秀，资产负债表和股息多么强劲，或者在本质上多么具有防御性，随着价格不断走低，都无法避免这样的循环。这最终导致投资组合中的交易增加，在某些情况下，我们非常快速地连续买卖相同头寸，以防止进一步损失。

因此，我们改变了止损策略，将其从个股级别转移到了投资组合级别。如前所述，我们会希望持有一些核心的个股，以度过波动期并进入复苏。我们很高兴可以在低点持有这些优质的高股息股票。但是，我们还需要减少波动带来的影响以及市场中存在的整体风险。我们通过在每个投资组合中持有一定比例的现金来做到这一点。现金持仓是我们的防护机制，并将一直如此，直到我们对市场复苏持有坚定的信念。

美金的走势

美金成为去年最强劲的货币。在某个时候，还出现了美金兑欧元等值，这是很久未见的。当不确定出现时，人们为了安全购买美金。讽刺的是，当美国经济表现良好时，美金却较其它货币走低。

即使去年原油价格走高，与美金相比，加币仍然贬值。美金的升值与美联储更高更快的加息进程有很大联系。如果我们预估美联储在不久的将来停止加息，那么美金可能在 2023 年开始贬值。

在投资组合层面，我们希望将美金升值的一部分利润变现，因此我们将一部分美金持仓转换成加币持仓。如上所述，我们在加拿大市场看到一些非常好的买入机会。

美金仓位将继续是组合中的重要部分，但未来不会占到很大比重。

祝一切顺利，

Greg, Jed, Dave, Marion, Lili, Samantha, Kenzy, Mahad, Ling, Tracy, Kelly, Sarah and Jennifer