



# SHARIX月刊

大众版 by [HoSay财经]

## 是黑天鹅还是灰犀牛,时间会告诉我们答案

年关临近，市场上各大投行和经济学家都开始对明年的经济展望作出预测。去年的今天，没有人会想到美联储的加息会导致股市暴跌，也没有人会预言到俄乌战争的爆发所衍生出的地缘政治风险，更没有人想到中国的动态清零措施会让中国及香港股市写下十年新低。为什么经济预测经常会失败？这主要是影响宏观经济的“未来事件”往往不能预知，也就是市场上所熟悉的“黑天鹅事件”。大家可以回想疫情爆发初期，正当每个人都认为股市已经崩盘，但各国政府为了挽救经济而祭出巨量的资金，市场迎来报复性反弹。

### 寡妇交易也有其出头天



6月的时候，日本央行极力的将10年期国债利率压在正负0.25%的区间，最终导致了日本货币的贬值。可是就在大家认为可以开心的收工过年时，日本央行在上个星期无疑引爆了2022年最后的一颗全球政策“炸弹”。

### 从利率曲线观察经济周期的变化



投资者都是逐利的，他们不会与投资商品谈恋爱，只觉得该商品有机会赚钱，大家都蜂拥而至。在这个资金匮乏的背景下，投资者们更倾向于投资稳定性高及相对高回酬的产品。如此的背景下，商品A的上涨且好意味着资金从商品B转移到商品A。

### 中国离开世界工厂的地位谈何容易



随着中美之间的矛盾日益加剧，中国内地的动态清零政策也看不到尽头，市场开始讨论中国在世界工厂的地位是否会受到撼动。而拜登在今年所签署的晶片法案，为美国半导体产业注入大量资金。这项法案主要的目的是要把部分产业链迁移回美国，确保半导体的供应不会受到影响。



# Sharix 的故事

Sharix 教育平台成立于2015年6月，主要是让更多人了解【理财投资】和【价值投资】的正确观念。在短短的6年时间内，已经成为了马来西亚股票投资领域的佼佼者。我们的团队主办了超过100场的讲座，出席人数超过万人以上。创办人Harry Teo 曾受邀到大学分享投资经历，也是BURSA以及投行的合作讲师。Facebook页面拥有超过178,000名的读者追踪，本身也是大马知名投资部落客，笔名【魔法师】

Harryt30。秉持着【价值为主，技术为辅，心态至上】的核心投资理念，Harry带领着 Sharix 团队一起成长，其使命和愿景，是让更多马来西亚年轻一代了解什么是正确的股票投资理念，从而少走冤枉路。

Sharix 是一个年轻的团队，但人们对股票价值投资充满了热忱以及执着！同时配合团队对各领域的深入研究及宏观微观的了解，Sharix创造了独有的《价值趋势投资法》。此外，我们在Facebook的【Sharix – 魔法股票教室】群组拥有超过92,000名会员。我们希望通过这个群组能让大马的股票爱好者拥有一个资讯丰富，和谐，正派的交流平台。

## 创办人 Harry Teo

80后出生的他，来自东马的达岛小镇Tatau, Bintulu。  
从小就对数字非常敏感，家里开了一间杂货店，在这种环境耳濡目染之下立志要成为企业家。

毕业于澳洲的University Of Adelaide，拥有金融经济硕士的文凭。过后在银行的风险管理部门累积2.5年的工作经验之后就决定自己创业，建立 SHARIX 教育投资平台。

拥有着10年的股票投资经验，曾经多次专访上市企业管理层，举办过多次千人讲座，也是BURSA以及投行的合作讲师。SHARIX 积极推广《价值投资》Value Investing，让马来西亚更多年轻人接触到正确的投资观念，打造一个创新以及领先的投资教育平台。



## 1 大马股市汇报

虎年传统产业发光，兔年重返高成长？

## 2 美经周历，全球股市行情

## 3 市场展望

黑天鹅还是灰犀牛，时间会告诉我们答案

## 4 时事评论

中国离开世界工厂的地位谈何容易

## 5 金融知识

从利率曲线观察经济周期的变化

## 6 市场脉搏

寡妇交易都有其出头天

### 大摩：美股盈利跌幅或堪比 2008 年

美股将录得全球金融危机以来表现最糟的一年，摩根士丹利策略师迈克尔·威尔逊表示，企业利润将遭遇同样的命运。他认为即将到来的盈利衰退本身可能类似于 2008/2009 年的情景。他们的建议是，在实际发生以前，不要假设市场消化了这样的情景。该策略师早前预计今年市场将会下跌，是坚定的看空派。他表示虽然通胀已从历史高点开始回落，但近期美国经济走弱的迹象令人担心。摩根士丹利的团队目前倾向于看跌情景，预计 2023 年每股盈利 180 美元。此外，再加上当前股市风险溢价低于 2008 年 8 月，明年标普 500 指数可能跌至 3,000 点。可以肯定的是，威尔逊并不预计会出现系统性金融风险，也不预计楼市会显示承压的迹象，因此预计股市不会像 2008 年那样出现 50% 的下跌。威尔逊称，他超配医疗卫生、必须品和公用事业板块，低配非必须品和科技硬件公司股票。

### 联储局投票委员将换血，明年整体立场料偏鸽

联邦公开市场委员会（FOMC）委员进行年度轮换后，圣路易斯联储银行行长布拉德、克利夫兰联储行长梅斯特和堪萨斯联储行长乔治都将失去投票权，而三人均支持大幅加息以遏制通胀。新上任的波士顿联储行长科林斯被认为立场中性，她也将失去投票权。而获得 FOMC 投票权的包括芝加哥联储银行新任行长古尔斯比（被视作鸽派人物）、费城联储行长哈克以及达拉斯联储的罗根，后两者均被视作中间派；以及明尼阿波利斯的卡什卡利，目前被视作坚定的鹰派。但是，人员轮替所产生的实际影响最初可能难以体现。目前鹰派与鸽派之间观点差异很小。

## 12 月你必须知道的国内外大小事

### 半导体大厂美光首季营收低迷，裁员和停发奖金

美光公布 1Q23 的财报，季度营收年减 47% 至 40.9 亿美元，逊于分析师预期的 41.1 亿美元，Non-GAAP 每股稀释亏损 0.04 美元，远逊于 4Q22 以及 1Q22 每股稀释盈余 1.45 美元和 2.16 美元表现。美光预测 2Q23 营收为 38 亿美元，每股稀释亏损分别为 38 美元，预估每股亏损 62 美分，大幅高于分析师预测的 30 美分。

由于全球通胀压力仍存，各国央行拉高利率，加上地缘政治紧张、中国防疫措施等，种种原因导致企业和消费者撙节开支，冲击笔记本电脑和智能手机市场，进而影响晶片制造商的业务，美光 21 日宣布将其 2023 财政年的资本支出下调到 70 亿至 75 亿美元，并预计在 2024 财政年大幅削减资本支出。美光首席执行员梅罗特拉表示，在过去几个月内已看到需求急遽下降，然而库存水位仍过高，在迈入 2023 财政年时便已发现，市场的供应与需求严重不匹配，预期美光的盈利能力将会持续面临挑战。

### 冠病海啸冲击凸显，中国经济续放缓

随着大规模冠病疫情在全国蔓延，中国经济 12 月继续放缓，因为越来越多的人待在家中养病或者试图避免感染，导致经济活动下滑。彭博追踪的八项早期指标的综合指数显示，12 月经济活动在 11 月步伐已然疲软的基础上进一步萎缩，而且新的一年前景黯淡。尽管目前尚无关于新冠病毒传播程度或死亡人数的可靠数据，但在大规模定期检测结束前，每个省都已发现了病例。现在，几乎所有的国内限制措施悉数取消，意味着病毒可以“畅通无阻”。而就算是在取消限制措施之前，中国经济也很低迷，消费支出加剧下滑，工业增加值增速降至春季封控以来的最低水平。

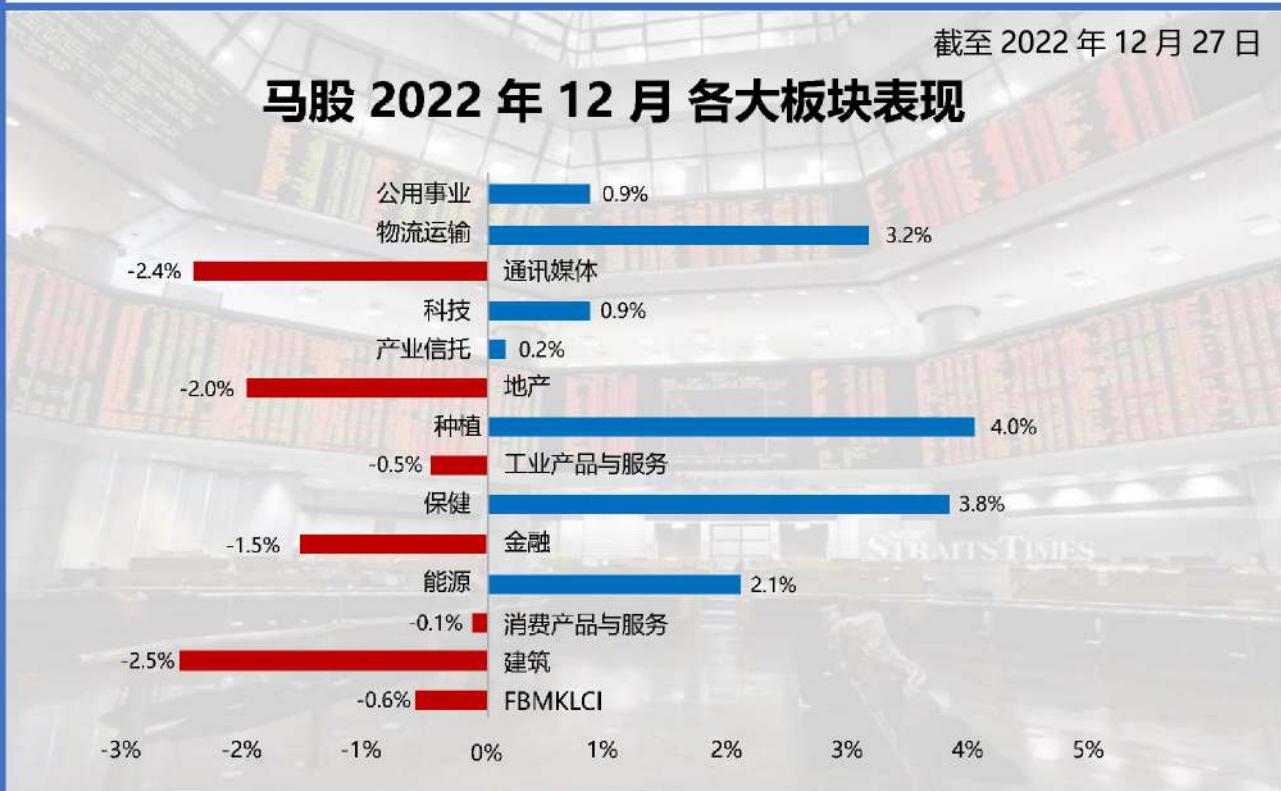
### Nike 次季库存续增，营收净利仍超预期

Nike 公布 2Q23 的营收较去年同期增加 17% 至 133.2 亿美元，高于分析师预期的 125.7 亿美元，而净利则来到 13.3 亿美元，每股盈余 0.85 美元，高于分析师估的 0.64 美元，也优于去年同期的 0.83 美元。其中，Nike 最大的市场北美地区营收大增 30% 至 58 亿美元；大中华地区营收减少 3% 至 17.9 亿美元，受中国的防疫封控措施影响。与其他零售商一样，Nike 近几季也受库存大增所苦，虽努力清理库存，但上季存货金额仍较一年前大增 43%，高于分析师预期。

### 日债回酬率转正，全球负回酬率时代结束

在日银意外允许利率温和上升后，日本 2 年期公债回酬率转为正值，为 2015 年来首见，使所有主要基准债券回酬率都高于零，象征全球负回酬率时代结束。目前彭博的全球负回酬率债券指标只剩短期的日本债券。在全球央行今年来的升息浪潮使债券陷入数十年来首见的空头市场后，全球负回酬率债券规模已萎缩至 6,860 亿美元，远低于去年底的超过 11 兆美元。

## 马股 2022 年 12 月 各大板块表现



## 2022 年 12 月股市资金流



| Dec-22 | 买入<br>百万令吉 | 卖出<br>百万令吉 | 净流量<br>百万令吉 | 参与率<br>% |
|--------|------------|------------|-------------|----------|
| 本地散户   | 9,965      | 9,970      | -5          | 28%      |
| 本地机构   | 17,544     | 16,385     | 1,159       | 47%      |
| 外国机构   | 7,597      | 8,741      | -1,144      | 25%      |
| 总共     | 35,105     | 35,095     |             | 100%     |



数据截至 2022 年 12 月 27 日

如果要用四个字去形容今年的市场，大家又会想到什么成语？从两年前的新冠疫情到今年的俄乌战争和美联储快速收紧货币政策，投资者每分每刻都在提心吊胆，到底这些不确定性何时会散去。除了面对来自宏观环境的波动，大马的政治局势在过去两年也变化多端。希望政府 2020 年 2 月 21 日因为“喜来登行动”垮台，而土团党主席丹斯里慕尤丁在同年 2 月 29 日任相之后成立国盟政府。不久后大马重新面临疫情的威胁，政府也重新实施数行动管制令与颁布紧急状态抗疫，经济受到严重的打击。之后巫统用抗疫不佳为理由，在 2021 年 8 月撤回对慕尤丁的支持。而慕尤丁在 2021 年 8 月 16 日下台，巫统副主席伊斯迈沙比里在五天之后接任首相的职位。来到 11 月 19 日我国举行大选并首次出现悬峙国会，最高元首在 11 月 24 日委任希望主席安华任相成立联合政府。

对于明年马股的展望，我始终相信资金会回流盈利能持续成长的公司。今年大部分上涨的板块都是来自传统产业板块，当中涨幅最大的是能源板块，今年总共上涨 11.3%，而金融和种植板块也有不错的表现，今年分别上涨 5.2% 以及 6.8%。至于其他板块在今年都呈现下跌的趋势，而跌幅最深的就是在去年最火热的科技板块，今年跌幅高达 34.4%。而跌幅来到双位数的板块也有医疗保健和工业产品与服务板块，今年分别下滑 25.5% 以及 10.8%。前者主要是受到手套公司股价大幅下滑所致，而后者则是因为今年下半年大宗商品出现颓势之后，和商品相关的个股也跟着走低。

# 美经周历

1月 4 日

12月 ISM 制造业 PMI

11月 职位空缺数

1月 5 日

12月 ADP 就业数据

1月 6 日

12月 非农就业数据

失业率和平均时薪

12月 ISM 非制造业

1月 12 日

12月 消费者物价指数

1月 13 日

11月 密西根大学消费信心

1月 18 日

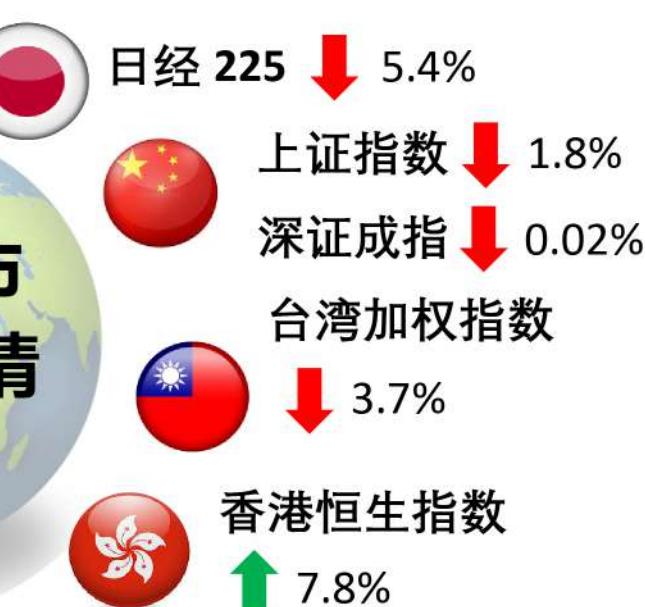
12月 零售销售数据

## 大马股市仍有不错的投资机会

虽然全球经济正在放缓，而大马明年的出口表现也预计会受到影响，但我认为在我国政局更加稳定的背景下，大马股市还是有很多不错的投资机会。国家银行表示虽然全球经济逐渐放缓，但随著国内失业率下滑、旅游及旅游相关领域的复苏和大型基建工程加持下，相信大马的经济在明年会维持在 4% 至 5% 的成长动力。大马评级机构 (RAM) 也表达相同的观点，该行预计大马可靠着经济多元化，渡过全球经济逆风，明年实现 4% 至 5% 的经济增长。

大马评级机构是在其《2023 年经济展望》中预测，我国今年的 GDP 增长预计会达到 8.2%，但明年的势头将会放缓。此外，该行也预计全球经济放缓将抑制大马出口，显著的价格压力和紧缩的货币政策，可能会影响国内消费。但随着企业和家庭摆脱疫情的阴影，预计国内需求可以推动经济发展。而就业市场方面，大马评级机构预计失业率将从今年的 3.8% 下降至 2023 年的 3.5%。

对于明年的投资主题，我认为受益于贸易分流的板块和公司是值得留意，尤其是跨国企业的订单从中国转移至东南亚等地区，而受惠的领域包括电子组装 (EMS)、工程支援 (ESI) 和电子电气 (E&E) 等。我也认为科技半导体在明年上半年的盈利见到低点之后会重新反弹，下半年也会有不错的表现机会。此外，我也认为太阳能和电动车相关的个股在大马政府持续推广更多有利于绿色能源政策的背景下也会获得市场的青睐。



# SHARIX PRIME

马股最精确的股票资讯订阅平台

掌握全球经济脉动，  
深入解析企业赛道，  
开拓个人投资视野，  
传递精准股市资讯。

## 内容包括

## 随身学堂 365 + 股理悟道 (2合1)

每2个星期跟进



业绩点评



海外快讯



重点学习案例

每2个星期跟进



每周研讨



品股探查



虚拟组合

有问题不一定答



每月总结



随身听 Podcast



季度业绩总结

AGM点评, IPO 解说

NEW FEATURE



企业专访

COMING SOON  
2023

有兴趣了解更多  
请扫描二维码



有兴趣请联系 : 012-5813566 (Adam) 017-5705669 (Dennis) 017-3566184 (JJ)



By 【HoSay 财经】

## 是黑天鹅还是灰犀牛，时间会告诉我们答案

年关临近，市场上各大投行和经济学家都开始对明年的经济展望作出预测。去年的今天，没有人会想到美联储的加息会导致股市暴跌，也没有人会预言到俄乌战争的爆发所衍生出的地缘政治风险，更没有人想到中国的动态清零措施会让中国及香港股市写下十年新低。为什么经济预测经常会失败？这主要是影响宏观经济的“未来事件”往往不能预知，也就是市场上所熟悉的“黑天鹅事件”。大家可以回想疫情爆发初期，正当每个人都认为股市已经崩盘，但各国政府为了挽救经济而祭出巨量的资金，市场迎来报复性反弹。

黑天鹅事件比比皆是，这让经济预测看起来不能发挥作用。虽然预测不可能做到百分百准确，投资者永远都必须面临收益和风险之间的权衡，但是我认为经济预测对于资产组合的部署和配置非常重要。当然，我们在市场上看到的预测，包括对于公司目标价、经济成长率、通胀和失业率等，大部分的目的都是为了知名度和服务于社会，但市场还是对预测有兴趣的。能够知道未来可能发生的事件难道不香吗？经济预测的理论基础，简单就是以古鉴今，通过利用过去大量的数据和事件，尝试找出每个数据和经济结果之间的关系，而这个模式就是建立在历史会不断重复的假设上。

为什么通过历史去预测未来是绝对有参考价值？这是因为事物在变，但人性一成不变。人类的物质文明不断在进步，但精神文明却裹足不前，人类永远都会犯下过去所犯下的错误，这就是历史会重复的根本原因。经济预测不能准确捉到事件发生的时间点，但是能通过各项指标的结合去达到规避风险或者提前部署的目的。当各项指标都在告诉我们经济在明年都会衰退，而每当衰退发生时股市都会出现下跌，这时投资者就可以提前规避风险，包括增加手上的现金，投资相对抗经济衰退的个股等等。当然，世间有时会事与愿违，当所有人都认为会下跌，但市场不跌反涨，这也是可能发生，但这并不能否定经济预测对投资者所带来的价值。

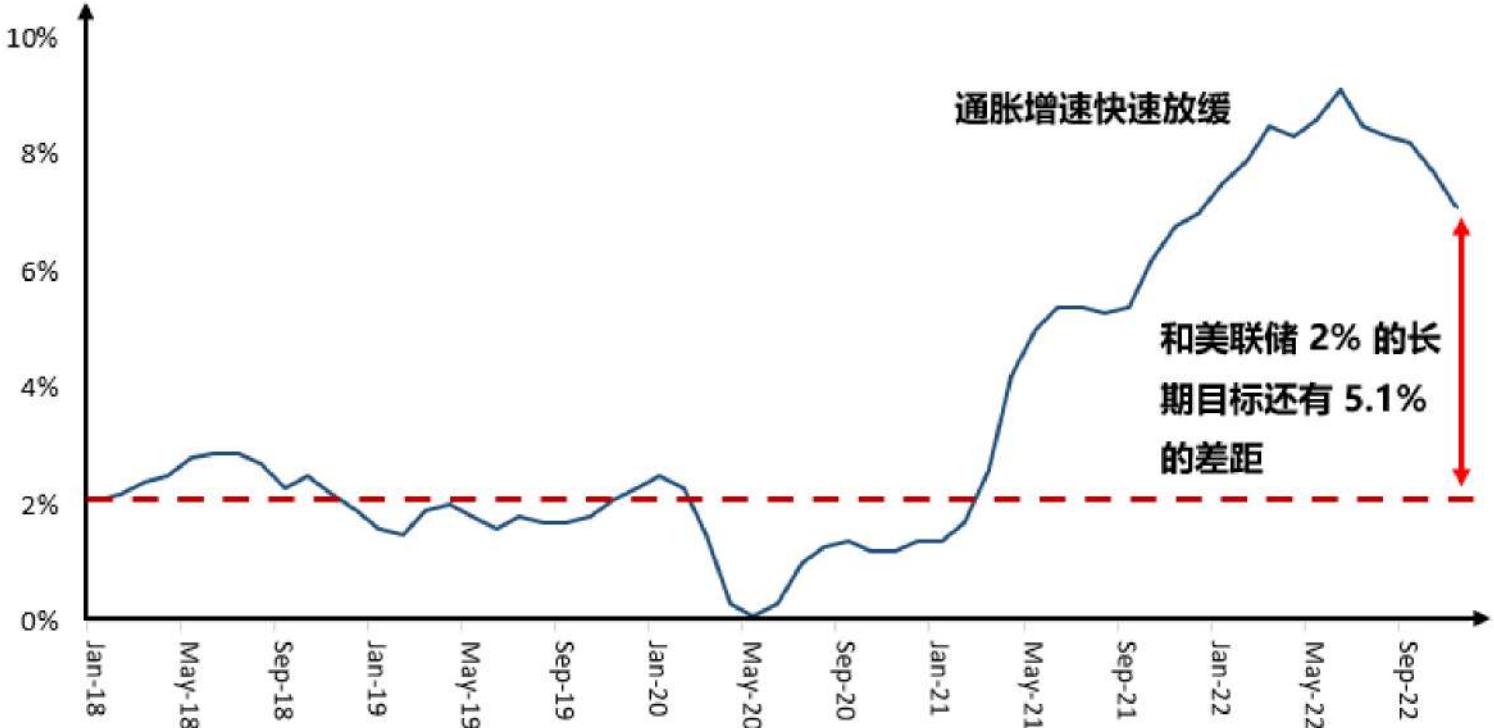
今天我就要带大家盘点明年投资者需要注意的五大风险，包括美联储可能会二度加息、美联储缩表所带来的流动性风险、欧洲陷入全面性衰退、中国成为全球唯独的成长引擎，以及债市的长牛重新开启等。我无法预测黑天鹅，因为它本身无法被预测，我只会专注在潜在可能发生的风险，也就是市场经常提及的灰犀牛。其实很多时候投资者是看到风险，只是选择不去理会，眼不见为净。而每当事物发生之后却总在抱怨“为什么事情会发生”，这就是人类的咎由自取。

| 公布日期       | 实际数据 | 预期中值 | 标普 500 涨跌幅 |
|------------|------|------|------------|
| 13/12/2022 | 7.1% | 7.3% | 0.73%      |
| 10/11/2022 | 7.7% | 8.0% | 5.54%      |
| 13/10/2022 | 8.2% | 8.1% | 2.60%      |
| 13/9/2022  | 8.3% | 8.1% | -4.32%     |
| 10/8/2022  | 8.5% | 8.7% | 2.13%      |
| 13/7/2022  | 9.1% | 8.8% | -0.45%     |
| 10/6/2022  | 8.6% | 8.3% | -2.91%     |
| 11/5/2022  | 8.3% | 8.1% | -1.65%     |
| 12/4/2022  | 8.5% | 8.4% | -0.34%     |
| 10/3/2022  | 7.9% | 7.9% | -0.43%     |
| 10/2/2022  | 7.5% | 7.3% | -1.81%     |
| 12/1/2022  | 7.0% | 7.0% | 0.28%      |
| 平均         |      |      | -0.05%     |

今年的主角其实不是俄乌战争，而是美联储及通胀。如果观察历史会发现今年的市场对于通胀的敏感度是非常高的，因为过去投资者也不曾对经济指标这么敏感过。根据劳工部最新的数据显示，美国 11 月的 CPI 按年上涨 7.1%，低于市场预期的 7.3%，同时创下今年最小的增速。当时市场已经快速定价美国的物价已经见顶，美联储会放缓加息的预期。在完全不考虑基期效应的背景下，这是各大新闻媒体会报道，也是投资者会接受的表面现实。然而，往更深层的角度去想，其实美国的通胀并没有市场想象中那么简单。



## 美国消费者物价指数年增率的变化



虽然商品通胀已经结束，但核心服务通胀还存在很大的不确定性。回顾鲍威尔在智库布鲁金斯学会发表题为《通胀与劳动力市场》的演讲，当时他把通胀拆解成核心商品通胀、住房服务通胀，以及除住房之外的核心服务通胀三个部分。商品通胀随着国际油价和粮食作物价格大跌而趋缓，估计这股跌势会持续到2023年中旬。在全球供应链瓶颈消散，供应链压力迅速缓和之际，未来的核心商品将会保持通缩。而住房服务通胀估计也会在明年上半年见到顶峰。数据显示占美国CPI大约三分之一的住房指数在11月环比上涨0.6%，增速创下4个月以来最低，也低于10月的0.8%增幅，但仍然是CPI的主要推手。

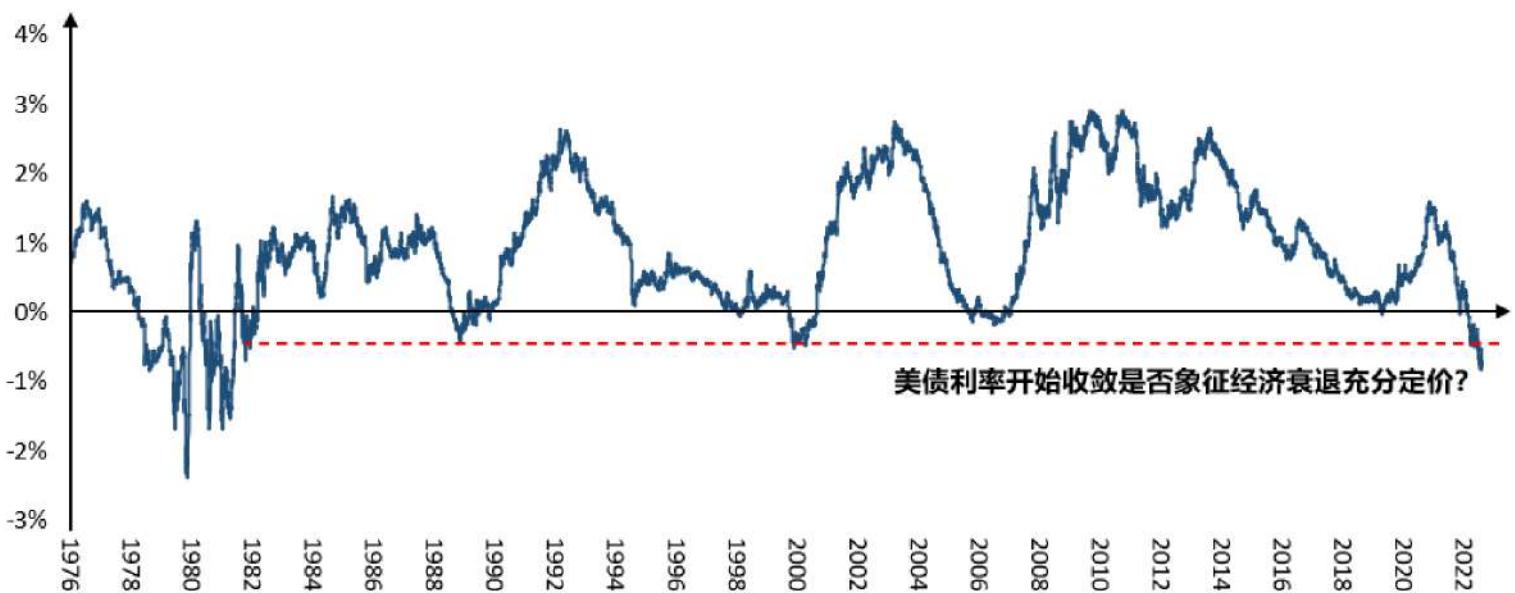
最后，核心服务通胀则是美国CPI最大的变数，鲍威尔也把它称为“可能是理解未来核心通胀演变的最重要类别”。在演讲当中他提到劳动市场和核心服务是密切相关，而薪资是服务供应商的重要成本构成部分，薪资和劳动力市场料将成为美国通胀道路的主要决定因素。在宏观经济学中这种现象被理解为“薪资与物价的螺旋性通胀”，也就是物价走高会带动工资的上涨，而工资的上涨会刺激商品和服务的需求，进而影响物价再次走高所形成的死循环效应。经济学家普遍预计，核心商品通胀和房产市场的指标将继续温和增长，并在明年转降，但在判断总体价格压力的路径时，目前的焦点已经越来越转变为核心服务通胀。

德意志银行的首席美国经济学家也表示，“我们仍然可以看到很多的通胀下降，但问题是这能否让通胀从现在的水平回到3%是最大的问题”。然而，渣打银行却有不同的观点。该行认为与今年在紧缩道路上飞速前进不同，美联储在2023年或将180度转变态度，迅速转向宽松立场。在2022年上调350基点，如今还通过缩表每月缩减US\$95 billion资产负债表之后，美联储明年可能会把政策利率下调200基点。因为在实施紧缩货币政策之后，美国将在明年上半年陷入严重的经济衰退。

# 加息不确定性是隐患，中国或成明年全球经济的引擎

根据上述的论点，美联储在明年是会暂停加息并观察加息之后所带来的滞后效应，但这并不代表美联储会开启降息模式。要知道美国的劳动市场还是非常紧张，失业率维持在接近历史新低的水平，职位空缺数还是不容乐观。如果劳动市场不降温，美国的工资是无法下跌，而核心服务通胀也不会在明年有明显放缓的迹象，这也表示那些期待明年通胀会来到美联储 2% 长期目标的投资者可能会失望。如果通胀下降的速度不及美联储的预期，美联储很可能就会维持政策利率在高位更长的时间，更不用提降息会在何时发生。

美国 2-10 年期殖利率的利差



这也非常符合高盛的预测。高盛认为美联储将在 2023 年来临之前就开始放缓加息步伐，并预计政策利率的峰值会来到 5.0% - 5.25% 的区间，使其进入“普通”货币紧缩政策阶段。但美联储可能会延长加息周期并提高利率峰值，这意味着利率回归“正常”之路可能要走更久。我认为只要核心通胀还是远高于长期目标，美联储是很难完全停止紧缩政策，即使经济已经进入衰退。只要经济避免衰退，高盛认为美联储在 2023 年会维持逐步加息的步伐，看法比较鹰派。从目前市场的走势来看，投资者对于行情存有过度乐观的疑虑。虽然利率曲线已经深度倒挂，投资者普遍认识到经济衰退的担忧，因此对许多资产的衰退风险进行了一定程度的定价。但我认为只要市场的乐观情绪持续得越长，“市场见底”的说法就越有可能被证明是“为时过早”。



## 中国 2023 年经济增长预测

|          | 2022 年 | 2023 年 |
|----------|--------|--------|
| 国际货币基金组织 | 3.2%   | 4.4%   |
| 世界银行     | 2.7%   | 4.3%   |
| 摩根士丹利    |        | 5.4%   |
| 澳新       |        | 5.4%   |
| 中国社会科学院  |        | 5.1%   |
| 瑞银       | 2.7%   | 4.9%   |
| 摩根大通     |        | 5.0%   |

\* 根据网上数据

把焦点放到全球各地的地缘政治趋势。比起美联储的政策走向，其实地缘政治黑天鹅更难预测。无可否认 2022 年是全球化的转捩点，在大国为了各自的利益相互博弈之下，许多小国被迫选边站。但根据麦肯锡全球研究机构的报告指出，完全“去全球化”几乎是不可能发生，因为没有任何国家或区域接近自给自足，但这并不能阻止某些领导人追求去全球化，尤其是美国。即使拜登在今年通过“美国在制造”和对于中国半导体的制裁试图局部推出去全球化，但这已经造成广泛的后果。去全球化所造成的伤害使多国强力抗拒经济区块化与两极化。从俄罗斯入侵乌克兰，欧美联手制裁俄罗斯，但欧盟却开始不满美国对中国的制裁，因为这伤害了全球的资本家利益。

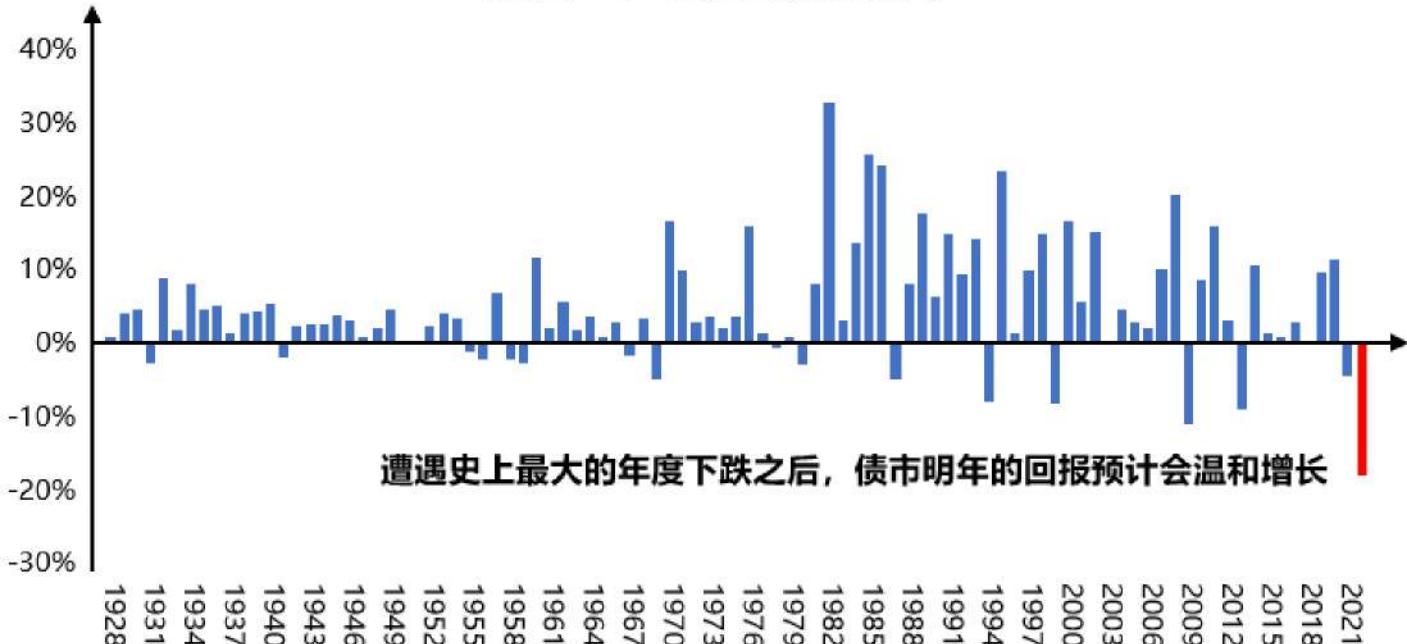
我认为要迈向完全去全球化是不可能的，只是全球格局会重现重大的改变，从相互对抗转向重新合作，各国都有自己的盟友和敌友。但无论局势如何发展，我相信中国在明年的复苏是值得投资者去期待。目前华尔街的分析师都对于明年的中国经济增长保持乐观，大摩分析师更是预计，明年中国经济增速料达到美国的 10 倍，并把中国的经济增长预期上调至 5.4%，形势与过去完全不同。对于疫情的观点，虽然中国的疫情又开始蔓延，但经济活动在明年会从 11 月和 12 月极低的水平强势反弹。其实全

球经济要重见曙光，中国扮演非常重要的角色，因为中国是全球最大的消费国，同时也是世界工厂。以半导体为例，中国的半导体消费占了全球的 30% 左右，若半导体景气要看见明显的复苏，关键将会是中国。

最后，和大家分享我对于明年债市的看法。数据显示美国 10 年期国债回报率在 2022 年创下自 1928 年以来最大的跌幅，而著名的 60/40 平衡型投资组合回报率也创下过去 90 年的新低水平。这归咎于美股和美债在利率快速且大幅扬升的背景下，前者的估值受到承压，而后者作为固定收益资产的价格也因为利率抬升而大幅走低。但是，我认为债券市场在明年很可能会出现转机，这主要是因为全球经济衰退所带来的不确定性导致企业的盈利显著下滑，股市的表现也不会理想，进而带动以固定收益为核心的债券更容易受到市场投资人的追捧。回顾历史数据能发现，每当标普 500 指数出现超过 10% 的跌幅时，彭博社美债指数的表现都是正值，体现出投资者在市场动荡时期的避险动作。

根据纽约联储衡量衰退概率的模型显示，2023 年出现“鲍威尔衰退”几乎是肯定的。这个模型衡量美国 3 个月和 10 年期国债利率之间的利差，类似于美国 2 年期和 10 年期国债利率。当短天期的利率高于长天期的利率，也就是市场俗称的利率倒挂时，经济衰退的预期就会升温。分析师认为美国 3 个月和 10 年期国债利率之间的利差是更为准确的指标，而鲍威尔之前也曾经表示这是他首选的衰退警告指标。模型显示美国经济衰退的几率是 38%，而在过去 60 年的记录中，这项指标超

## 美国 10 年期国债回报率



过 30% 曾经出现 11 次，而当中就有 9 次成功预测到经济下滑。长期有跟踪我的读者都知道，我过去经常分析美国的经济展望，无论是从制造业指数还是其他各项指标观察，美国经济衰退几乎是 100% 会发生的事。当衰退发生时，市场的资金都会出现避险的动作，那就是买入无风险的长天期美债，进而引发美债价格上涨。

2023 年会是由增长风险主导的市场，而政策风险对于市场的影响相对较少。今年的金融市场因为受到美联储的货币政策和地缘政治的冲突而出现异常的波动，投资者都在尝试预测美联储政策转向的时间点。然而，在经济衰退的风险随之上行和通胀放缓的背景下，明年企业的盈利成长会面临很大的挑战。不论是大马还是美国的企业，管理层都在为盈利前景作出预警，向投资者打预防针，并预计这波全球库存的调整周期最早在 2023 上半年才会有所改善。至于明年的经济是否会出现硬着陆，我的看法是仍然还有机会的。但在市场持续为经济衰退做出定价，企业也开始缩减资本支出的背景下，经济软着陆的可能性开始变大。

我预计 2023 年美国还是会面对经济滞胀的问题，而美债和中国股市会为投资者带来正回报。

2023





有兴趣了解更多  
请扫描以上二维码



# 新手365

最适合刚踏入股市的您

可随时报名上课  
9集 | 18小时

单人  
**RM99**

线上预录课程

不怕错过，随时上课！

有兴趣请联络 : 012-5813566 (Adam) 017-5705669 (Dennis) 017-3566184 (JJ)



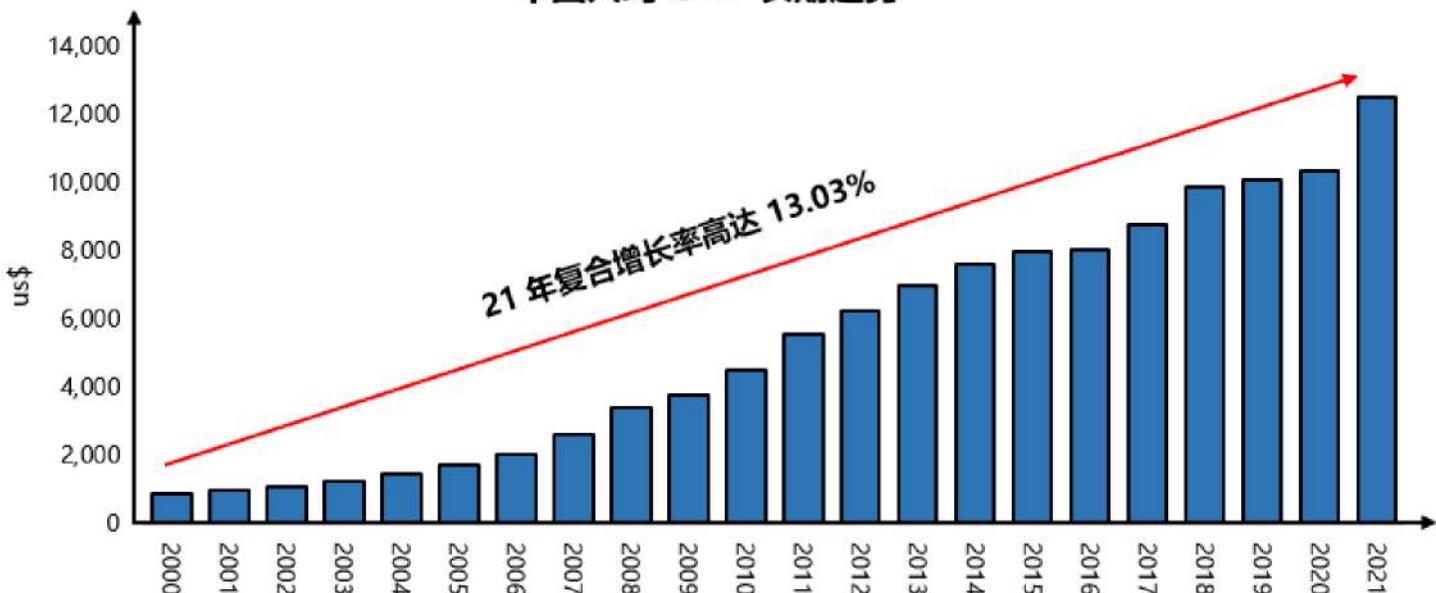


By 【HoSay 财经】

## 中国离开世界工厂的地位谈何容易

随着中美之间的矛盾日益加剧，中国内地的动态清零政策也看不到尽头，市场开始讨论中国在世界工厂的地位是否会受到撼动。而拜登在今年所签署的晶片法案，为美国半导体产业注入大量资金。这项法案主要的目的是要把部分产业链迁移回美国，确保半导体的供应不会受到影响。这时美国的工作开始回流，“美国制造”有重新崛起之势。此外，在中国设厂的跨国企业也会开始思考是否有必要把部分生产线从中国迁移至其他地区，中国作为世界工厂的头衔是否真的要换人当？

中国人均GDP长期趋势



全球化让世界享受全球分工所带来的经济效益，这段期间中产阶级如雨后春笋般的兴起也推动世界经济的发展，财富效应非常明显。而中国在 2001 年加入世界贸易组织（WTO）之后，对中国和世界都实现双赢的局面，是全球化最经典的标志。中国的加入让全球的财富迅速膨胀，通过向全球输出商品和服务而有世界工厂的美称。观察上图，中国经济成长的速度在加入世贸组织也引擎启动，人均 GDP 从 2000 年的 US\$959 上涨至 2021 年的 US\$12,556，平均复合增长率高达 13.03%。至今，中国被世界银行归类为中上收入的经济体（Upper-middle income economy），超过 60% 的人口居住在城市，对比 40 年前的 20% 占比出现很大的突破。

中国加入世贸组织让市场联想到中国经济会不会在激烈的国际竞争中失去优势，脆弱的产业结构会不会成为外资的天下。如今往回看，中国经济非但没有下跪，反而通过西方的科学技术进行创新和改革。在某些方面，中国的技术其实已经超越西方国家，当中包括通讯技术（5G 网络和基建）、电子商务、智能工业和再生能源（电动汽车、充电设备、电池技术、太阳能和风能）等领域。在过去 20 年的时间，中国的经济总量从世界第 6 位跃升到第 2 位，GDP 占全球经济占比从 2001 年的 4% 提高至 2021 年的 20% 左右，货物贸易从世界第 6 位上升到第 1 位，并连续 30 年居发展中国家首位。根据《财富》500 强企业排行榜，2002 年全球 500 强企业当中只有 11 家企业来自中国，如今已经变成 145 家。

中国加入世贸组织不仅让国内的经济体量迅速成长，同时也推动其他国家的经济质量有明显的提升。但是中国成为世界工厂对全球经济也不是没有代价。许多发达经济体，尤其是美国看上中国丰富的资源和便宜的劳工，纷纷在中国当地进行投资设厂，把制造活动外包给中国，而本身只是包办产业链的上游，形成产业空心化。这也导致美国公司能省下大量的劳动成本，而资本家从中获取暴利。虽然美国的技术革新向来都是名列前茅，但把制造活动外包给新兴国家会造成美国本土的制造业失去大量工作机会，薪资成长停滞。



然而，美国企业在过去所享受的全球化红利在未来很可能会消失，而所有东西的转捩点就是中国疫情的爆发。中国在过去 40 年把全球的产业链照顾的无微不至，不管是商品供应还是基础建设都非常俱全。中国对疫情强硬的态度也开始让全球投资者开始意识到不能把所有鸡蛋都放在同个篮子里。几个月前中国有超过 30 座城市采取了部分甚至是全部封控的措施，而持续清零的封控打乱了跨国企业在中国的正常运作，引发更多企业迫切把生产线从中国撤离。有明显的迹象表明，受到疫情反复、贸易战和供应链瓶颈的影响，美国的 CEO 开始考虑，甚至是已经将部分业务迁回美国，也有越来越多的公司开始寻求在美国和墨西哥的投资。

其他国家希望减少对于中国制造的依赖，降低企业的营运风险，全球产业链重组已经近在眉睫。但是中国对全球经济掌握太大的权力，其他国家想要重建制造业并取代中国谈何容易。在过去 40 多年的时间，中国在制造业下了很多功夫，包括建设高速公路和生产线，确保物流和供应链能通畅无阻，生态系统非常完善。虽然有些国家如印度和越南等的制造活动也很发达，但没有国家能模仿中国这么完善的供应链和基础设施。另外，迁移生产线必须牵涉到公司转单和换供应商，过程也非常不简单，这不是“说走就走的旅行”。根据联合国贸发会议（UNCTAD）发布的最新《全球贸易更新》报告显示，2021 年全球贸易额预计约为 28 万亿美元，比 2020 年增长 23%，而中国的进出口贸易总额占全球贸易总额的 22%。因此，中国在全世界扮演世界工厂的地位也不是在短时间内就能改变的。



如今美国正在与中国展开科技战，避免中国在科技领域有重大的突破。而拜登为了不希望中国能掌握先进的半导体生产技术，开始限制美国半导体公司出售晶片或者其他生产技术给中国。另外，美国也计划组建“Chip 4”晶片联盟，并且为在美国设厂的大型半导体公司提供各种的津贴。因此，未来不排除会有更多韩国、日本和台湾的半导体公司陆续前往美国设厂。但大家要知道这些半导体厂商最大的买家都是中国，如果拜登提供补贴设厂的同时，不允许这些厂商卖给中国，最终这项晶片法案也是得不偿失。虽然晶片法案降低了设厂的成本，但从长远来看对国外的半导体厂商的风险也很大。

无论如何，随着地缘政治风险升温，全球的经济成长也会变得不规律。过去长达 40 年的财富效应也不会复返，中产阶级会面临跟大的挑战。在去全球化的背景下，未来的通胀会维持在高水平，全球产业链会从追求最便宜的生产成本到最佳成本，并将是否能建立有弹性、可持续的供应链作为首要的条件。从中美贸易战到俄乌战争，再到中美的科技战，全球市场会重新探讨对于美元的依赖。完全去全球化是不可能，但局部去全球化，联盟之间的全球化 (Globalisation with allied) 会逐渐出现产生，就如回到三国鼎立的局面。

## SHARIX独家播客节目

### 地点

Sharix.my  
Telegram群组

### 时间

每逢星期六  
晚上9点

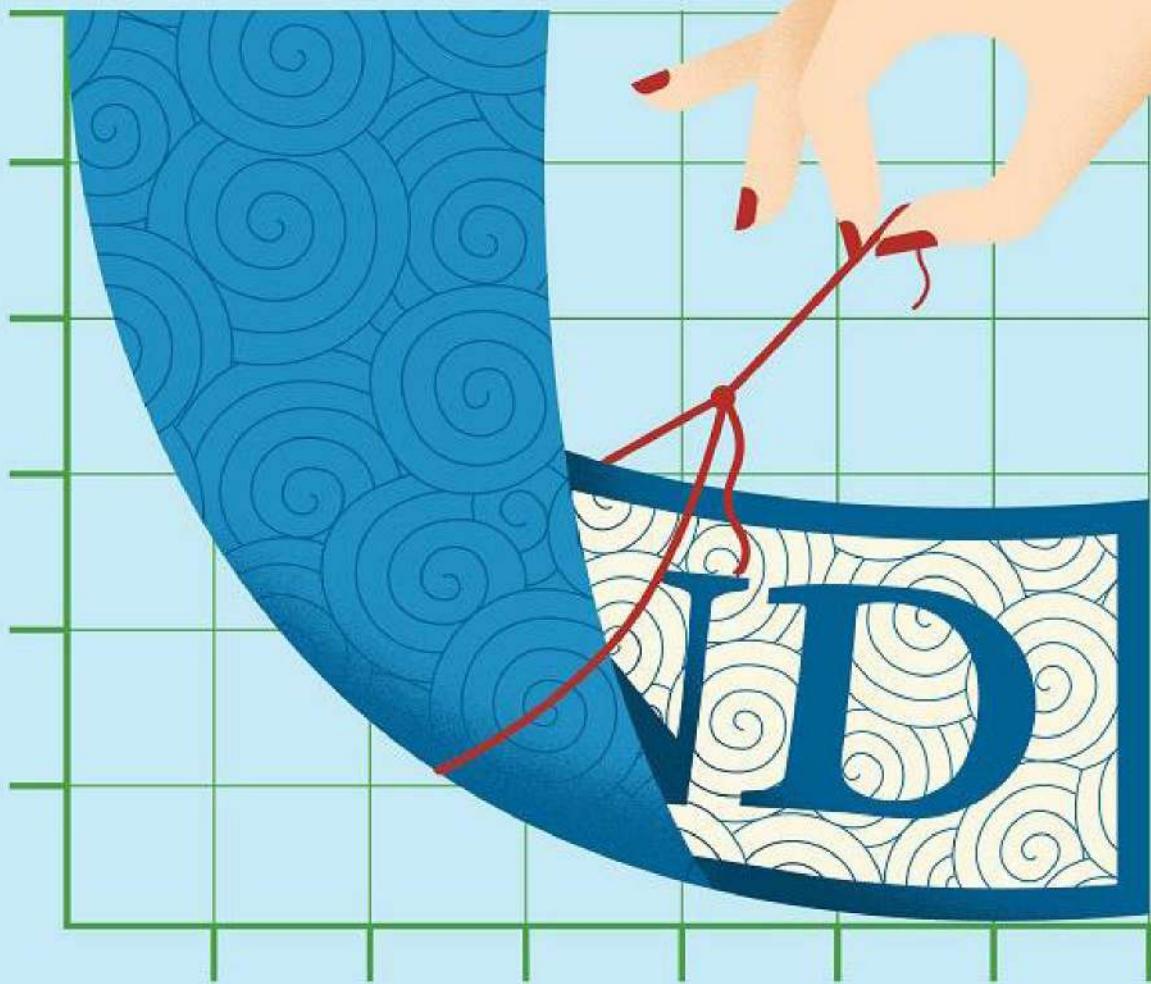


Ho Tze Yang, CFA

HOSAY  
陪你聊



扫描二维码了解更多



By JJ Tan

## 从利率曲线观察经济周期的变化

笔者相信投资者都是逐利的，他们不会与投资商品谈恋爱，只觉得该商品有机会赚钱，大家都会蜂拥而至。在现在这个资金匮乏的背景下，投资们更倾向于投资稳定性高及相对高回酬的产品。如此的背景下，商品 A 的上涨且好意味着资金从商品 B 转移到商品 A。而今天笔者要分析的课题就是债券殖利率的四种形态及它们对应的投资机会。

股票和债券两者之间是互为替代的投资产品，在社会整体的资本供给量相对稳定的情况下，如果股市利好，资本会涌入股市，这样会导致债券投资资金相对减少，反之亦然。这是从最简单的资金流向判断两个市场的关系。虽然如此，实际上股票价格与债券价格有时会保持相同走向，即一同涨跌。普遍投资者的认知里认为股票价格与债券价格走向相反，主要是因为一旦经济不好，债券往往是最好的避险工具，从而导致购买者众多，由于供需关系的原因，使债券价格上升，而股票价格和债券收益率下降。债券价格与其收益率是相反的，假如利率升高，要想在债券二级市场上卖掉已发行的债券，就必须降价，以便使该债券收益率与新发行的高利率债券相适应。也就是说利率升高，债券价格下降。反之，如果利率下降，则要想在债券二级市场上卖掉已发行的债券，就要涨价，从而使债券收益率与新利率相当。

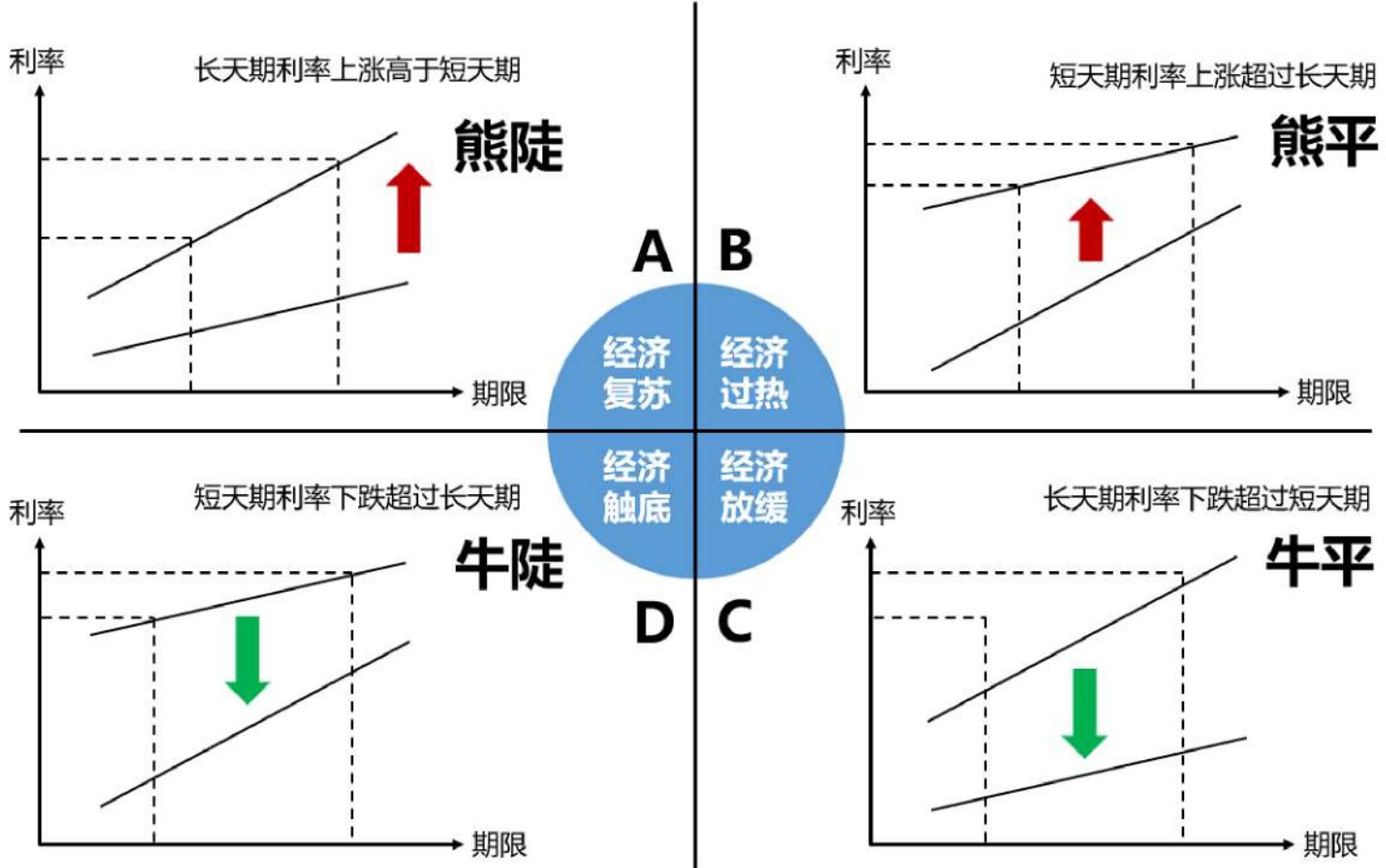
## 美联储加息之后利率曲线的变化



不同期限的债券，相应给予投资者不同的报酬。这个概念就如笔者放 3 个月的 Fixed Deposit 或 1 年的 Fixed Deposit，通常 1 年的利息会比 3 个月来的高，这是因为银行需要给予投资者们的风险贴水（Risk Premium）。这也是为什么我们视 10Y 国债殖利率低过 2M 国债殖利率的时候为一种经济衰退的警讯，这也是大家常听到的“殖利率倒挂”。

当投资人开始预期未来经济会不好时，联准会可能需要降息，所以就算短天期的殖利率现在比较高，但是未来这张债券到期时，当你把钱拿回来以后，因为经济已经不好，联准会也降息，你可能找不到当初一样的殖利率可以再投资，而会倾向持有更多像是长天期债券的避险资产，保证接下来十年都能收到这样的殖利率。当债券需求上升便会推高其价格，根据债券的定价原则，价格和殖利率是呈反向关系，因此拉低了长天期债券的殖利率，进而造成殖利率曲线的倒挂。

殖利率曲线是一种图表，描绘了从隔夜到 30 年整个期限范围内不同期限的公债利率。它显示的是投资者在一段时间内借钱给美国政府所获得的回报。纵轴是殖利率，横轴是借款期限。以上为最新美联储加息不同期限的利率曲线变化。投资者们可以根据不同的形态变化，寻找不懂的投资机会。以下为不同形态变化，及其代表的经济表现。大致上可分为四种形态：Bear steepener（熊陡）、Bear flattener（熊平）、Bull steepener（牛陡）及 Bull flattener（牛平）。通常经济表现也会从左上角开始，然后顺势中发展。



**Bear steepener (熊陡)**：长天期利率的上升速度快於短天期利率，导致收益率曲线变陡。这种风险偏好环境通常出现在经济衰退後的商业周期初期、美联储已降息并暗示将维持低利率一段时间以支持经济复苏。宽松的货币政策创造了通货再膨胀的背景，在未来经济活动和通胀前景改善的情况下，推高了由市场决定的长期利率。

**投资机会：**精明的投资者认为这种情况对大多数股票来说都是利好的，尤其是周期性行业。在熊陡期间，材料股、工业股和非必需消费品股往往会上涨。依赖短期借贷和长期借贷的银行（金融机构），在净息差扩大的背景下，往往也表现良好。

**Bear flattener (熊平)**：短天期债券收益率的上升速度快於长天期债券，促使收益率曲线变平。这一形态往往出现在经济扩张阶段、在美联储提高联邦基金利率以控制通胀压力之前(曲线前端主要受央行的货币政策预期影响)。波动率有时可能会很高，

**投资机会：**在盈利状况良好的情况下，这仍是一个风险偏好的股市环境。为科技、能源和房地产等板块提供了建设性的背景。

**Bull flattener (牛平)**：长天期殖利率比短天期殖利率下降得更快，令曲线变平。在长期通胀预期下降和增长前景恶化的情况下，长短殖利率的下降助长了利差的缩小，这主要是由市场力量推动的。出现这种情况往往预示著金融市场的动荡，在商业周期的後期，当投资者开始对可能的经济衰退和通货膨胀进行重新定价时，就会爆发出来。

**投资机会：**股票投资者开始将他们的投资组合向更高质量的产品倾斜，作为对冲波动性上升的一种手段。在对经济敏感行业的企业盈利减弱的情况下，必需品和公用事业类股票会获利，而周期性产品则表现不佳。

Bull steepener (牛陡) : 短天期债券殖利率的下跌速度快於长天期收益率，导致曲线变陡。这种形态通常出现在风险规避期，是经济衰退的早期阶段，当时经济前景高度不确定，央行正在下调短期利率以刺激经济。

投资机会：股市在牛陡期间表现不佳，不过公用事业和必需品等防御类股的表现往往强於大盘，而科技和材料类股则表现艰难。

笔者认为在 2022 年 12 月以前，殖利率曲线是牛平的形态，谁知在日本央行宣布放宽利率区间后，整个殖利率曲线跳过了牛陡直接进入了熊陡。其中一种解读为市场提前反映了美联储会降息的预期，而这种预期的自我实现促使了殖利率曲线直接进入熊陡。美联储是否会对市场低头呢？还是持续加息呢？笔者是更倾向于后者，而投资者们务必要更注意自身的投资风险。





有兴趣了解更多  
请扫描二维码



# 股道实战班

综合导师们多年经验 | 心得的精华实战课程 | 分享股票操作

10, 11, 12, 16, 17 (1月) | 6, 7, 9, 10, 11, 14, 15, 16 (2月)

每两个课程后会有Q&A环节，所有内容可重复观看

原价

~~RM  
1688~~

优惠价

RM  
**888**





By JJ Tan

## 寡妇交易也有其出头天

笔者在《9月份月刊》写了一篇《何为寡妇交易》，当时就以交易员们做空日本国债（特别是 10 年期国债）为其最经典的寡妇交易案例。6 月的时候，日本央行极力的将 10 年期国债利率压在正负 0.25% 的区间，最终导致了日本货币的贬值。可是就在大家认为可以开心的收工过年时，日本央行在上个星期无疑引爆了 2022 年最后的一颗全球政策“炸弹”。几乎没有任何人能想到，明春即将离任的日本央行行长黑田东彦，会在任期即将结束前突然“唱上”这么一出轰动全球市场的“大戏”。尤其是在这个时间点上无疑震惊全球。

相信当天很多原本尚在午夜被窝中的华尔街交易员，会被同事们的电话铃声惊醒，然后两眼迷糊地打开电脑，最后被日元、美股期货、美债等标的的剧烈波动吓坏。回顾过往，在 1989 年，日本央行也曾对美元兑日元汇率感到不满，然后在圣诞节那天将利率上调 25 个基点至 4.5%，给了欧美交易员一个大大的“惊喜”。对于较资深的交易员来说，但时候的场景应该历历在目。首先就让笔者写出究竟日本央行做了什么重大的决策、导致此决策的潜在原因及为什么金融市场反应如此之大。

简单来说日本央行意外宣布修改收益率曲线控制计划 (YCC)，将收益率目标从正负 0.25% 上调至正负 0.5% 左右。相信大家在看了以下图表后就能了解当中的意思。日本央行之前的 YCC 政策，是把 10 年期日债收益率限制在 0.25% 以内，也就是图中箭头的初始位置，而如今，日本央行把这一限制放宽到了 0.5%。

## 日本 10 年期国债利率走势



自 2016 年以来，日本央行就一直将 10 年期日本国债收益率的波动目标区间设定在零附近，并将此当做一种维持整体市场低利率的手段。众所周知，10 年期国债收益率往往是该国借贷成本的关键标杆。日本央行通过坚定捍卫 10 年期国债收益率的承诺，能够起到锚定的作用，间接帮助把日本借贷成本维持在世界低位。

很显然，日本央行今日放宽 YCC 政策的范围，虽然不等同于直接加息，但确实在短时间起到类似加息的效果——这从 10 年期日债收益率的波动中反映得就非常直观，日本央行决议公布后，10 年期国债收益率迅速从原先的 0.25% 飙涨至了 0.45% 上方。至少就 10 年期日债收益率而言，几乎相当于几分钟内就“加息”了约 25 个基点。而这一举措也来过去不断放空日本国债的交易员赚的盆满钵满。同时后，金融公司也是其中获益的领域，因为这些公司的利息收入多年来被日本央行的低利率政策长期压垮。

部分市场人士解读是因为汇率因素——日元是 G10 货币最为疲弱的，但笔者不认为是这样。因在 9 月份日元汇率跌的最惨的时候都没有祭出这个方案，而如今日元止贬回升，就更加没有必要这样做了。

日本央行本身在声明中表示，决定调整对收益率曲线的控制，是为了改善市场功能，并鼓励整个收益率曲线更平稳地形成，同时保持宽松的金融环境。通过这些步骤，日本央行将致力于在这一框架下加强货币宽松的可持续性，以实现价格目标。笔者认为这可能只是一种官方反应。笔者认为极有可能是日本央行意识到如希望看到日本拥有 2% 通货膨胀率，在日本这个少数存蓄高过负债的国家，间接性的升息将有利于日本过去向往的通货膨胀。

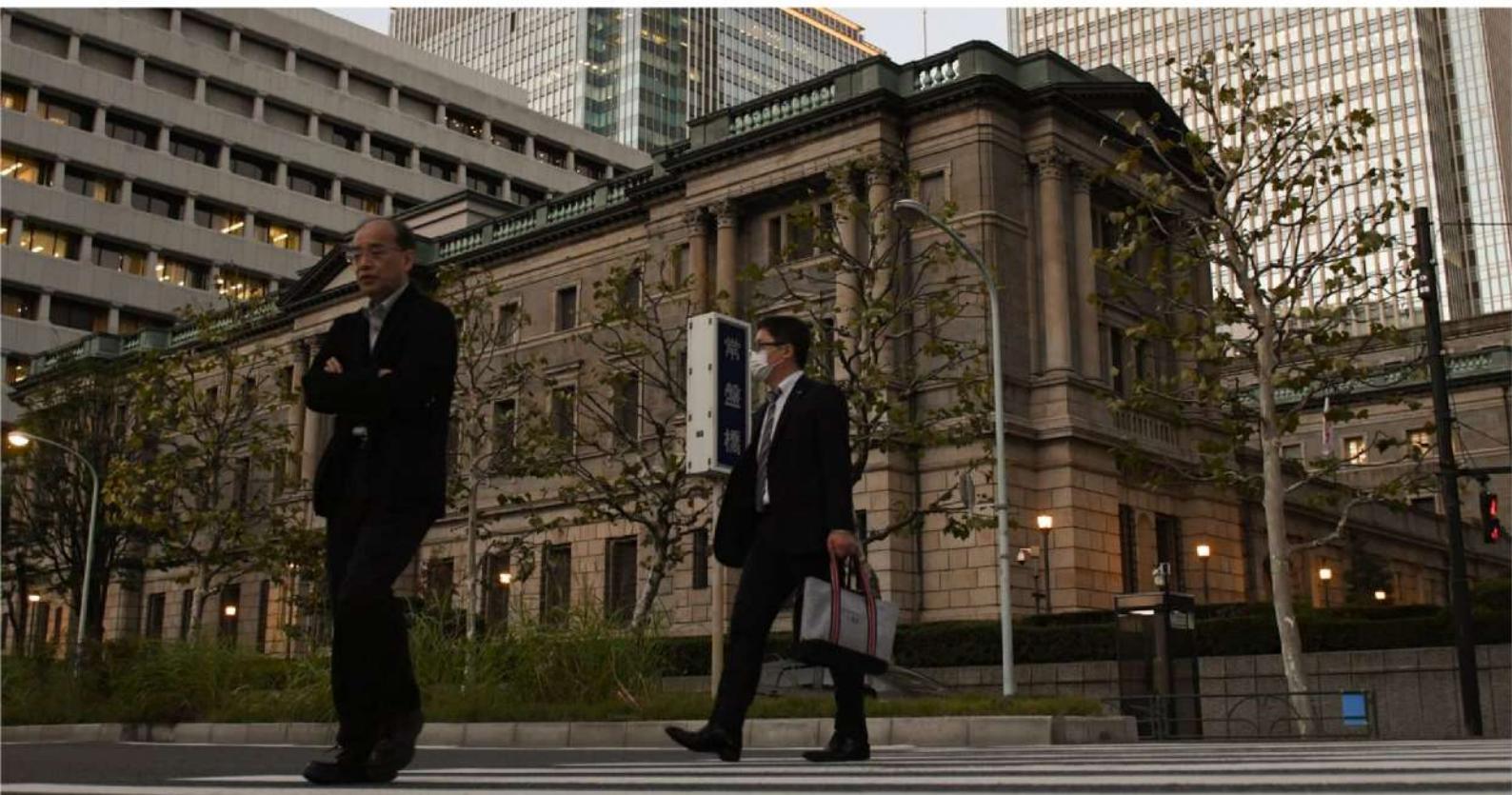
# 为什么今日全球金融市场反应那么大？

日本央行政策变动对金融市场的直观冲击力。作为发达市场最后一个坚持低利率的国家，日本可能也正开始向政策正常化迈进(即便日本央行依然不承认这点)。换言之，市场最怕的是：今天过后全球已经没货币宽松的央行了。

而另一个更关键的影响则是全球资金流向方面的。日本对外国债券的持续需求一直是发达市场收益率维持低位的重要驱动因素，因此，政策的逆转可能导致这些头寸的平仓，并推动美国或欧洲等其他发达市场的政府债券收益率上升。YCC 政策若彻底逆转，将进一步推动全球债券市场的抛售，并引发一波资金从美国国债等海外资产流入日本的浪潮。其实，美债收益率今日的大涨本身就有这么一层意味在里面。要知道，在之前欧洲央行鹰派加息导致欧债全线抛售的时候，美债收益率都没像今天这样大涨。

日本央行行长黑田东彦被多次问及这政策举措是否意味着日本央行转向了呢？他在新闻发布会上直截了当地表示，现在讨论退出宽松政策为时过早——扩大收益率曲线控制区间并不等同于加息，也不是向政策正常化迈出的一步。较明显的是，在做出了鹰派的利率决议转变后，他试图在会后的新闻发布会上竭尽全力地承诺自己仍是个“鸽派”。日本央行扩大收益率目标的决定，其实只会追涨市场对明年日本央行彻底转向的猜测。日本央行既然已经迈出了扩大区间的一步，谁知道会不会哪天就彻底取消 YCC 政策了呢？

到时候少了日本这“廉价”资金后，相信市场的波动会愈加激烈。“寡妇交易”在这次打了一场胜仗，往后投资者们真的有必要多加留意日本央行的方向。当然在“加息”的当儿，同时扩大 QE 规模，这个操作实在耐人寻味。





## 新手365

适合新手

最适合刚入股市的您  
从0开始学习与认识大马股票市场  
基本面分析, 部署投资组合等等

随时报名

## 财报365

掌握阅读财报的知识  
学会分辨与避开财报陷阱

一年两次

## 水到趋成

看懂大马10大领域变化的精华课程

一年一次

## 股道实战班

综合导师们多年经验, 分享股票操作心得的精华实战课程

一年一次

## SHARIX PRIME

马股最精确的股票资讯订阅平台  
随身学堂 365 + 股理悟道 (2合1)

对于已结束的课程, 若有兴趣可联络客服预定位子。课程开始后将另行通知