

2023 年的投资机会

一、通货膨胀与联储会加息。

美国的经济周期可大致分为繁荣、衰退、萧条、和复苏四个阶段，每个周期持续若干年。美国政府干预经济的一个重要举措是由联邦储备委员会（相当于中央银行）在每年的八次公开会议中公布基准利率，即各银行同美联储之间以及各个银行之间资金往来的隔夜利率。除了这个超短期的利率之外，其它的短期、中期、及长期利率（由数天到数年）则完全由市场的供求关系决定，当然这个基准利率对其它的利率有直接的影响和指导作用。

现在，美国的经济处于衰退的早期，在经历了十多年的长期繁荣以后，极低的贷款利率导致经济膨胀，失业率下降，工资上升，购买力增强，终于引起 40 年以来最严重的通货膨胀。图 1 给出了美国通货膨胀指数 5 年来的变化。



图 1. 美国 5 年来的通货膨胀指数。

为了抑制通胀，联储会于 2022 年 3 月 17 日开始了历史上少见的大幅度加息措施，其中 6 月 16 日至 11 月 2 日四次都加息了 75 码（0.75%），为史上仅见。在这七次加息后，通胀势头稍见减缓。联储会的目标是把通胀降低到约 2% 的水平，为此要把基准利率维持在约 5% 的高水平上。目前的基准利率为 4.25% 至 4.50%（见表 1），也就是说，2023 年还将加息约 0.75%。这将分摊在 2 至 3 次完成，具体措施视经济形势和通胀变化而定。联储会面临两难的境地，加息太猛会导致经济陷入严重衰退，而加息不足又难以抑制通胀。

表 1. 美联储 2022 年加息详情。

| FOMC Meeting Date | Rate Change (bps) | Federal Funds Rate |
|-------------------|-------------------|--------------------|
| Dec 14, 2022 | +50 | 4.25% to 4.50% |
| Nov 2, 2022 | +75 | 3.75% to 4.00% |
| Sept 21, 2022 | +75 | 3.00% to 3.25% |
| July 27, 2022 | +75 | 2.25% to 2.5% |
| June 16, 2022 | +75 | 1.5% to 1.75% |
| May 5, 2022 | +50 | 0.75% to 1.00% |
| March 17, 2022 | +25 | 0.25% to 0.50% |

二、股票市场分析。

美国证券市场的变化与经济形势密切相关，利率的走势对市场变化有重要影响。图 2 是标普 500 指数近年来的走势图。标普 500（Standard & Poor's 500）是包括美国 500 个大公司股票的指数，包括苹果（占比重 6.50%）、微软（占比重 5.53%）、亚马逊（占比重 2.49%）、特斯拉（占比重 1.51%）、艾克森（占比重 1.35%）、等等。由于资产分散在 500 个著名的大公司里，比起只买一个公司的股票，投资的风险都大为降低。



图 2. 标普 500 指数近年走势。

由图 2 可见，自 2021 年底达到了历史最高点的 4,800 以后，标普 500 指数一路起伏下跌。众所周知的股市买卖规则是“低买高卖”，如果能在“最底部”买入，那当然就是最好的选择。问题在于，没有人确切地知道什么时候才是真正的底部。我不知道、你不知道，股神巴菲特说他也不知道。股市上有一句格言说，“do not time the market”，意思就是不要猜测何时为底、何时为峰，就是这个道理。

然而，这并不能阻止人们继续乱猜一通，看来这是人性的弱点决定的。仔细观察图 2 可知，自 2022 年至今已经出现了起码 6 个“底部”，见图 2 用红字标出的 1, 2, 3, 4, 5, 6。现在看来，起码前 4 个底都不是真底。走过底部之后，急剧反弹，接着又急降，再急升。糟糕的是除了最近的“底部”6 之外，每后一个“底”都比前一个更低！这是典型的所谓“熊市反弹。”

也许“6”是真“底”，2023 年 1 月 13 日标普 500 指数已经反弹到 3,999 点，可是华尔街有的专家预测在 2023 年还有可能降到约 3,000 呢。比较激进的读者也许现在可以买些标普 500 指数基金或单个股票，而比较保守的投资者最好还是再观望一段时间为好。

三、债券市场分析

那么，除了股市以外，在 2023 年还有没有其它投资机会呢？当然有，那就是债券市场（Bond Market）。关于债券的基本知识可以参见我前几天发的《投资浅谈》中的“三. 投资途径及其风险”的后半部分。在这里我要强调

的是，我在本文中说的投资债券市场，不是指购买单个债券。某个债券，比如美国联邦政府发行的 30 年债券之上印有本金数额及利率（Yield）。购买后 30 年到期可收回本利，没有风险，除非联邦政府倒台或破产。所以一般称这类投资为“固定收入投资”。

但是，本文所说的不是这种债券投资，谁想等 30 年以后再取出变现呢？我在本文中要说的是在债券市场买卖债券 ETF（Exchange Trade Fund，交易所交易基金），虽然买的也可以是 30 年期的国债，但是你买后不必等到 30 年以后再兑现，甚至不必等到 30 天以后，实际上，你愿意的话，3 个小时以后就可以卖出。至于卖出时的价钱就随行就市，只能由市场供求关系决定了。有的投资公司仍然把这一类投资叫做“固定收入投资”。不过，这样的叫法是极其容易误导投资人的。因为交易的结果可能盈利，也可能亏损，是不固定的。

图 3 给出了 iShare 公司 TLT（20 年以上到期的国债基金）近年走势。时间范围与图 2 的标普 500 指数完全相同。由图 3 可见，TLT 在 2021 年 11 月 29 日达到峰值 154.35 以后就一路走低。但是走低的过程要比标普 500 指数简单得多，TLT 没有那么多的波峰和波谷，它在 2022 年 10 月 24 日达到的 92.4 很有可能是一个真的“底部”。此后，它就强势反弹，一度达到 108，随即下降至 100，接着又反弹至 2023 年 1 月 13 日的 107。近日 TLT 和其它短、中、长期债券持续上升的趋势相当强劲，几乎每天都在最高股价收盘。由此我们估计，此后上升的趋势大于下降趋势。我们有理由认为，债券 ETF 将是 2023 年的较好投资途径。

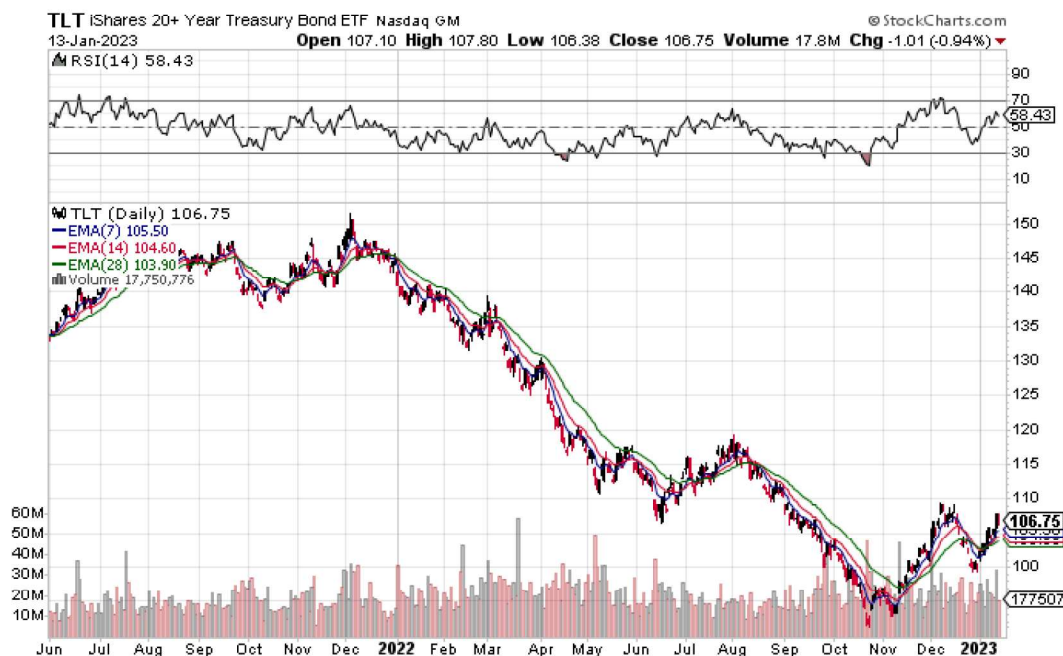


图 3 . iShare 公司 TLT（20 年以上到期国债基金）近年走势。

下面的图 4 是图 3 的部分放大，强调联储会 2022 年 3 月强力加息以后的 TLT 走势。

众所周知，债券的价值是与利率的变化反向而行的，利率上升导致债券的价值下降，反之，利率下降导致债券的价值上升。前面已经说到，联储会 2022 年 3 月中旬开始加息，6 月中旬到 11 月初又史无前例地加大加息的幅度。那么为什么在这样的严酷背景之下，我们任然看到 TLT 股价三段明显的上升阶段呢？（第一，6 月中旬至 8 月初；第二，11 月初至 12 月初；第三，12 月底至今。）这岂不是与常识相悖吗？

其实，证券市场的走势并非与当前的经济形势同步，它具有前瞻性，大致比当前的经济情形超前半年到一年。就是说，现在的市场着眼于未来半年到一年以后的经济走势。具体地说，当下（2023 年 1 月中旬）的市场走势于

反映的是未来 2023 年下半年的美国经济形势。前面说过，美联储还将在 2023 年进一步把基准利率加到 5% 的水平。而这个加息将在 2023 年夏天以前完成，此后将维持高利率一段时间，而到了 2023 年底或 2024 年初，美联储就不得不开始减息以防止经济过度衰退。一旦停止加息就会带来债券市场重大利好，成为债券价格上升的强劲动力。



图 4. 是图 3 的部分放大，强调联储会 2022 年 3 月强力加息以后的 TLT 走势。

所以，2022 年 11 月以来的债市反弹，反映的是半年多以后市场对美国 2023 年夏的经济预期。当然，经济的发展于走势千变万化，预期只是预期，实际情形究竟如何，还要看其它诸多因素，包括政治因素，如俄乌战争、台海局势、朝鲜半岛、中国的疫情等诸多热点。所以，被称作“固定收入（Fixed Income）投资”的债券投资其实是远非固定的，投资者必须对此有思想准备。

那么，2023 年投资于债券市场大致可以获得怎样的收益呢？为此，让我们仍以 TLT 为例，看一看债市在近 20 年来的股价走势（图 5）。由图 5 可以看出

1. TLT 20 年来总的趋势是波动上升的，起码在 2021 年中期以前更是如此；
2. 2019 年至 2021 年的大幅度攀升后急剧下跌，但是这可能也是投资者在 2023 年的少见的投资机会；
3. 从 2003 年到 2021 年的 18 年间，股价的后一个主要峰值总要高于前一个峰值，而后一个主要的谷值也要高于前一个谷值。这是由总的上升大趋势决定的；

鉴于多年来美国证券市场总的大趋势是上升，没有理由认为如图 5 所示的债市价格 2022 年以后的大幅下跌是不逆转的，它更有可能只是整个上升过程的一个插曲，一个可能为投资者带来少见机会的插曲。

第三节中的表 2 总结了若干具有代表性的债券及标普 500 在 2022 年前后的峰值，谷值，降幅，现值（2023 年 1 月 13 日），反弹幅度，2023 年收益，以及未来的上升空间的比较。由表 2 的比较可以看出，长期国债的反弹幅度和未来成长空间都优于股票的标普 500，比如 EDV、TLT、VGLT 的反弹幅度分别达到了 21% 和 15%，优于标普 500 的 11.6%，而前三者在截至 2023 年 1 月 13 日短短的几天内的收益率既已达到 6.6% 至 9.8%，而标普 500 则仅有 4.57%。可见，起码从 2023 年初的走势来看，长期国债 ETF 的上升势头超过了股市的优于股票的标普 500。

另一方面，我们还应该理解到，长期国债 ETF 的投资风险远低于标普 500 以及任何一个单独的股票。因为国债是美国联邦政府发行的，单一的国债债券必须在预定期限到期之后，还本付息。历史上还出来没有任何违约事件发生过。国债 ETF 的股价虽然随行就市、不断波动，投资人的收益没有保障，投资人卖出持有的国债 ETF 的时候可能盈利也可能亏损，然而，它的背后毕竟有联邦政府作为依托，除非美国联邦政府倒台或者宣告破产。否则国债 ETF 的价值绝对不可能归零。



图 5. TLT（20 年以上期的国债基金）20 年来的走势

与此相对照，任何一个美国公司，不管它在历史上多么久负盛名，也并非绝无破产的可能。比如莱曼公司、通用汽车公司、柯达公司都曾宣告破产。一旦破产重组，股价腰斩甚至归零都是有可能的。所以从这个角度来说，投资美国国债的风险要比股市相对为低。

三、2023 年的投资机会

表 2. 若干有代表性的债券及标普 500 在 2022 年前后的峰值，谷值，降幅，现值，反弹幅度，2023 年收益，以及未来的上升空间的比较。

| 债券 | 类别 | 峰值 | 谷值 | 降幅 | 现值 | 反弹幅度 | 2023 收益 | 上升空间 |
|-------|--------|------------|------------|---------|------------|--------|---------|--------|
| EDV | 超长期国债 | \$175.91 | \$74.24 | -57.80% | \$90.05 | 21.30% | 9.79% | 95.35% |
| TLT | 长期国债 | \$171 | \$93.17 | -45.50% | \$106.75 | 14.60% | 5.21% | 60.19% |
| VGLT | 长期国债 | \$104.06 | \$57.38 | -44.90% | \$65.73 | 14.60% | 6.62% | 58.31% |
| VGIT | 中期国债 | \$70.82 | \$57.14 | -19.30% | \$59.77 | 4.60% | 2.24% | 18.49% |
| VGSH | 短期国债 | \$62.28 | \$57.43 | -7.80% | \$58.17 | 1.30% | 1.14% | 7.07% |
| VCLT | 长期公司债 | \$112.38 | \$75.71 | -32.60% | \$81.34 | 7.40% | 7.45% | 38.16% |
| VCIT | 中期公司债 | \$97.14 | \$74.02 | -23.80% | \$80.22 | 8.40% | 3.50% | 21.09% |
| VCSH | 短期公司债 | \$83.25 | \$73.61 | -11.60% | \$76.07 | 3.30% | 1.14% | 9.44% |
| \$SPX | 标普 500 | \$4,766.28 | \$3,583.07 | -24.80% | \$3,999.09 | 11.60% | 4.57% | 19.18% |

一般认为，债券 ETF 的股价波动比股票或股票 ETF 要小，这是一般的规律。但是，我们也必须看到，长期国债 ETF 股价的波动也可能相当剧烈，这一点可以从图 6 得到证实。事实上，超长期国债 EDV 比 20+ 年国债 TLT 的波动还要大一些。总之，债券的期限越长、收益越高，其股价波动越大，这是一个普遍的规律。



图 6. 长期国债 TLT（红色曲线）与标普 500（蓝色曲线） 股价波动的对比。

不知道大家是否还记得 2020 年 3 月 16 日美国股市大崩盘的黑色星期一。那一天，道琼斯工业指数开市随即触发两周内第三次熔断机制，急挫 2250.46 点，跌幅 9.71%，接近收市时间跌幅加剧，最多跌 3069.16 点，跌幅 13.24%。标普 500 指数大跌 324.89 点，跌幅 11.98%。股市如此，那几天的债券市场如何呢？

下面的图 7 是中期国债 VCIT（红线）与同是中期公司债券的 VCIT（蓝线）在那一天前后的一、两年里股价走势的对比。美国的债券依其发行部门的不同可分为公司债券、政府债券、和国债。顾名思义，公司债券是由各个公司发行的，政府债券是由联邦、州、市等各级政府机构发行的，而国债则是由联邦政府的财政部发行的。一般来说，公司债券收益率最高，风险也相对较高，而国债收益率最低，但也相对最安全。

由图 7 可见，在 2020 年的黑色星期一前后月两个月的时间里，公司债券 VCIT 的股价大幅度震荡，下跌超过 20%。相反，在黑色星期一之前，国债 VGIT 还曾急剧上升数口，而就在 3 月 16 日那几天，股价也只是小有波澜，很有点我自岿然不动的态势。这充分说明了国债的稳定性和避险性是其它任何股票与债券都无法比拟的。

正是由于这个原因，如果你打算 2023 年投资于美国的债券市场的话，我强烈建议，宁可接受稍低的收益率，也要投资于财政部发行的国债，而不是公司债券或其它政府机构发行的债券。这一点对于心理承受能力较差的人或年纪大的投资者就尤为重要。

四、可以考虑在 2023 年购买的美国国债

如果你想要在 2023 年投资美国国债，可以考虑的 ETF 列于表 3 中。表中的“股息”是该 ETF 应付给投资者的年息在最近 30 天的平均值。因为股价每日、每时、甚至美分钟都在改变。股价上升导致股息下降，所以只能给出平均值。以 VGLT 为例，股息是 3.82%，就是说假设股价维持不变，则 VGLT 投资者得到的年息就是 3.82%。实际上，投资者的主要收益来自股价的上升，每月发放的股息仅占收益很小的一部分。

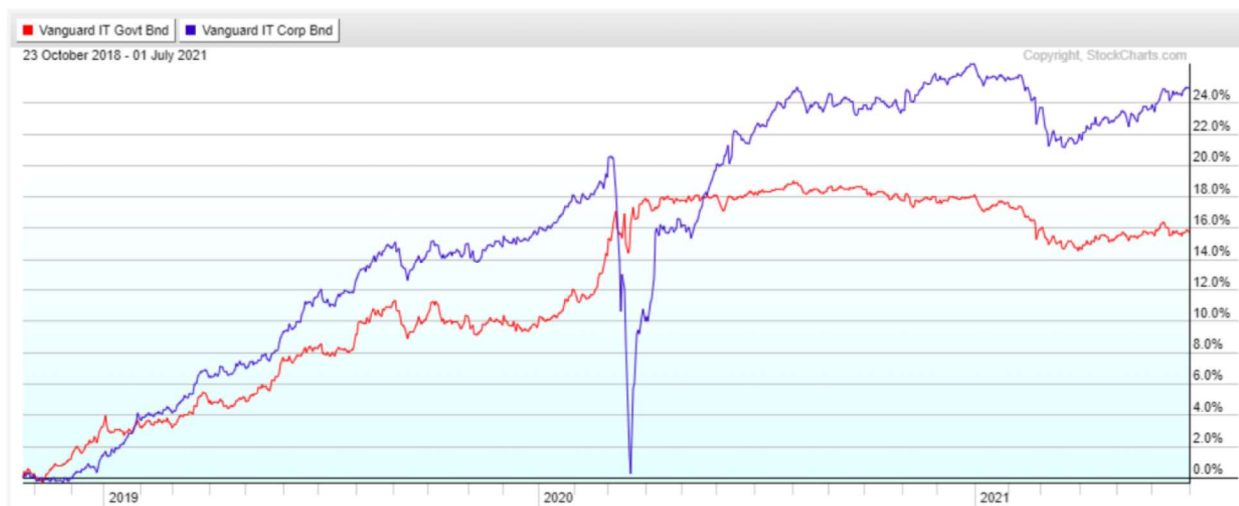


图 7. 中期国债 VGIT 与中期公司债券 VCIT 的走势在 2020 年 3 月市场崩盘前后的走势比较。

表 3 中的“年费”是指发行 ETF 的公司每年从投资者收取的管理操作费用。ETF 的年费都很低，尤其先锋公司更以超低的管理费闻名，仅为 0.04%/年。就是说，如果你投资 VGLT 一万美元，每年公司收取的管理费只有区区 \$4 元。而传统的共同基金（mutual Fund）的管理费约为 1% 左右。

近年来，美国各个大投资公司的证券交易均免费执行。此外，投资 ETF 的另一个优点是投资起点低。最少只购买一股即可，比如，现在的 VGLT 股价为 \$65.73, 买一股不到 \$100 元即可。而过去的共同基金开户起点往往要几千元。

表 3. 可以考虑购买的美国国债。

| 债券 | 类别 | 股息 | 年费 | 交易费 | 发行 ETF 的公司 |
|------|-------|-------|-------|-----|------------|
| EDV | 超长期国债 | 3.82% | 0.04% | \$0 | 先锋公司 |
| TLT | 长期国债 | 2.54% | 0.15% | \$0 | 黑石公司 |
| VGLT | 长期国债 | 3.82% | 0.04% | \$0 | 先锋公司 |
| VGIT | 中期国债 | 3.79% | 0.04% | \$0 | 先锋公司 |
| VGSH | 短期国债 | 1.14% | 0.04% | \$0 | 先锋公司 |

不管是先锋公司自己的 ETF，还是其它公司的 ETF，都可以在先锋公司购买。为读者方便计，给出先锋公司的网址如下：

vanguard.com

上网后即可申请账户，一切操作均可在网上进行。中国大陆投资者上网 vanguard.com 应无问题，只是可能网速稍慢。如英语有问题，可用百度翻译功能帮忙。中国大陆投资者只需在国内银行开设美元账户（中国政府规定每人每年有兑换五万美元的额度），再把中国银行的账户与先锋公司的账户联系起来，就可以进行投资操作了。

先锋公司在上海亦设有分公司，通过分公司进行交易不知现在可行否，即使可行，恐怕也要收取额外费用，似不必要。

五、买和卖的时机

知道了买什么，那么什么时候买呢？又应该在什么时候卖出呢？自新年以来，在短短的九个交易日里，先锋公司的长期国债 VGLT 就长了 6.62%，而超长期国债 EDV 更是大长了 9.79%（见表 2），而且，如前所述，几乎在每个交易日，最终的收盘价格都接近或等于当日的最高价格，显示了少见的上升动量。”什么时候买入呢？我在前一篇“投资随想”中说过，“如果有人问我，什么时候是最佳投资时机？我的回答是，今天，此时，此刻。”

所以，本周的第一个交易日，2023 年 1 月 17 日就应该买入呀！（1 月 16 日是全国假日，马丁-路德-金日，市场关闭）。当然，买也不能一次买太多，分批、多次入场为好。然后等到联储会下一次加息日的 2 月 1 日，如果联储会放慢了加息幅度，只加息 0.25%，就可以再多买一些。等到 2023 年夏天，如果停止加息，就可以顺势再多买一些。再往后，等到联储会开始降息，那么就可以买到你原计划的上限了。当然，如果你是一个有经验的投资者，具有一定的前瞻性，以上操作就可以提前进行了。

什么时候卖出呢？当下一个经济周期即将到来，经济又过热，联储会又准备刹车（加息）的时候，也许就是卖出，增加现金储备的时候了。关于卖出，有一个重要的规则是：当市场崩盘，大众恐慌，纷纷不得不割肉、离场、保本、保命的时候，你却一定要咬牙坚持，坚决不卖。因为，即使股价大跌，损失严重，但是那不过只是“纸面损失（Paper Loss）”而非真实损失，你实际拥有的股票或者债券的数额并没有丝毫改变，而已降低了的股价迟早总会恢复。也有的经验丰富的投资人不在乎股价的短期波动，称之为“背景噪音”，只关注经济和市场的大趋势，每个季度甚至每年只进行少数的几次买卖操作，那就更是有智慧和高效率的投资运作了。

六、结论

1. 2023 年投资美国国债可能是一个难得的高收益、低风险投资机会；
2. 购买先锋公司的长期国债 EDV、VGLT、或黑石公司的 TLT 可能是比较好的选择；比较保守的投资人也可以考虑购买先锋公司的中期国债 VGIT 或黑石公司的 TLH、IEF 等以避免股价较大的波动，但是收益自然相应较低。
3. 还可以用更低风险的短期国债 VGSH 或 SHY 部分代替货币市场基金（MM）以获取比后者稍高的收益；
4. 如果国债能在一、两年里返回上次的峰值，长期国债未来的收益率将达到 60% 到 95%，中期国债将达到约 20%。而历史经验表明，没有任何一个峰值是不可能被超越的。
5. 如果股市进一步上扬，表明图 2 中的 6 很可能是一个“真底”，就可以加仓股票，购买标普 500 的 ETF，比如 Vanguard 的 VOO，或者其它公司的 IVV，SPY，以及若干优秀的个股，逐步建立起自己投资的兼顾股票、债券、现金的平衡的投资结构；
6. 等到经济步入下一个繁荣期，可以考虑把部分国债转成公司债券 ETF，如 VCLT，VCIT，以期获得稍高的收益率。

最后，我要强调如下的免责声明：

“债市有风险，投资需谨慎”。本文只是作者个人的投资经验和体会，谬误之处，在所难免。故而不能作为任何的投资建议。任何人的任何投资收益均全部为该投资者个人所有，而任何投资失误及损失亦全部由该投资者个人承担全部责任，均与本文作者无关。

石泓，2023 年，1 月 16 日，第三稿，于斯瓦尼，乔治亚。