

股市回吐而非大跌市



Jeffrey Schulze
特許財務分析師
投資策略師

現時大市環境類似於過去數次調整：雖然經濟和盈利表現強勁，但股市疲軟和市盈率顯著下跌。根據以往經驗，這些調整之後股市往往會穩步回升。

重點

- 凱利投資的經濟衰退風險儀錶板反映出大致穩健的狀況，因此我們預期目前的市場波動只屬相對短暫的情況，而且不會像經濟衰退同期出現的大跌市一樣嚴重。
- 我們相信，目前市場已反映大部份負面消息，故有望出現優於預期的正面驚喜。
- 現時大市環境類似於過去數次調整：雖然經濟和盈利表現強勁，但股市疲軟和市盈率顯著下跌。根據以往經驗，這些調整之後股市往往會穩步回升。

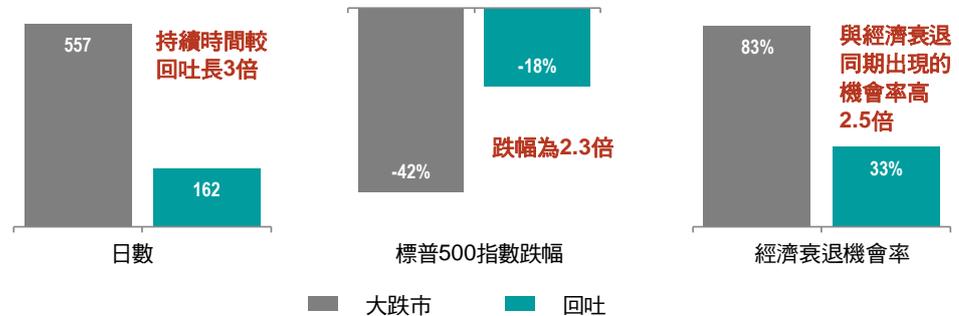
著名投資者約翰·鄧普頓爵士（Sir John Templeton）曾經說過：「投資領域中最危險的四個字或許是『這次不同』（“This time is different.”）。」許多專業和個人投資者均說過這句話，但結果往往證明是大錯特錯。第四季的調整讓人聯想到 2008 年的跌市，並引發投資者討論出現下一次經濟衰退的時間。標普 500 指數在短時間內由 9 月底的高位下挫 19%，觸發了熊市。隨著資金流動性收緊，部份人士主張投資者應為股市進一步下滑而作好準備。然而，這種市場大跌的憂慮是否有足夠的理據支持？

首先，我們必須界定大跌市的定義。於凱利投資，「大跌市」是指股市下挫 20%（或以上），而跌勢持續超過一年。相反，我們將其他大規模跌勢（15%或以上）定義為「股市回吐」。加入時間因素是重要的一環，因為許多投資者或許能駕馭短期的市場回吐，但大跌市對其投資組合帶來的影響則明顯地較為嚴重。透過這個角度分析，顯而易見的是大跌市往往與經濟衰退並肩而行。一般而言，大跌市持續的時間較回吐長 3 倍，而跌幅為回吐的 2.3 倍。最重要的是，根據以往經驗，大跌市與經濟衰退同期出現的機會率較回吐高 2.5 倍。

標普 500 指數：比較大跌市與股市回吐

大跌市					股市回吐				
高位	低位	日數	標普 500 指數	經濟衰退	高位	低位	日數	標普 500 指數	經濟衰退
11/1968	05/1970	543	-36%	有	09/1976	03/1978	531	-19%	沒有
01/1973	10/1974	630	-48%	有	02/1980	03/1980	43	-17%	有
11/1980	08/1982	621	-27%	有	07/1990	10/1990	87	-20%	有
08/1987	12/1987	101*	-34%	沒有	07/1998	10/1998	83	-19%	沒有
03/2000	10/2002	929	-49%	有	04/2010	07/2010	70	-16%	沒有
10/2007	03/2009	517	-57%	有	04/2011	10/2011	157	-19%	沒有
平均		557	-42%	83%	平均		162	-18%	33%

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。



資料來源：標普、美國國家經濟研究局及彭博。「大跌市」是指標普 500 指數下跌 20%或以上，而跌勢持續至少一年。「股市回吐」是指標普 500 指數下跌 15%或以上（並無時間成份）。*1987 年的跌勢始自 1987 年 8 月的高位，雖然整個跌市持續一年、下跌 20%或以上，但低位見於 1987 年 12 月。

換言之，在過去六次大跌市中，有五次均與經濟衰退掛鉤。例外的大跌市出現於 1987 年，但我們認為這並非用來與現時狀況比較的理想例子。回顧 1987 年，長期利率大幅變動，由 6%升至 9%，而且股市錄得 30%的單年升幅。在此環境下，投資組合保險平倉導致市場錄得有史以來最大的單日跌幅，那就是「黑色星期一」。現時的環境遠較溫和，美國國庫債券孳息率在 2018 年僅上升了 20 個基點，而且股市跌幅顯著較小，加上並沒有可觸發「瀑布式下挫」的刺激因素。

審視關鍵的指標

正因如此，我們認為投資者在 2019 年面對的關鍵問題，是美國經濟會否正步入下行階段。目前，凱利投資的經濟衰退風險儀錶板有八項指標為綠色，四項為黃色，但沒有指標呈紅色，顯示前文所述的憂慮或許過度。雖然指標反映的情況未如上月般樂觀，但整體仍頗為穩健。

凱利投資經濟衰退風險儀錶板

指標	2018 年第四季度	2018 年第三季度
金融		
孳息曲線	●	▲
信貸息差	●	▲
貨幣供應	●	●
通脹		
工資增長	▲	▲
商品	●	▲
消費者		
建築許可	▲	▲
申領失業救濟金人數	▲	▲
零售銷售	▲	▲
就業信心	▲	▲
商業活動		
供應管理協會新增訂單	▲	▲
邊際利潤率	▲	▲
貨車貨運量	▲	▲

經濟擴張 ▲ 經濟擴張 ● 經濟衰退 ✖

數據截至 2018 年 12 月 31 日。資料來源：美國勞工統計局、聯儲局、美國人口普查局、供應管理協會、商務部經濟分析局、美國化學理事會、美國貨運協會、美國經濟諮商局及彭博。

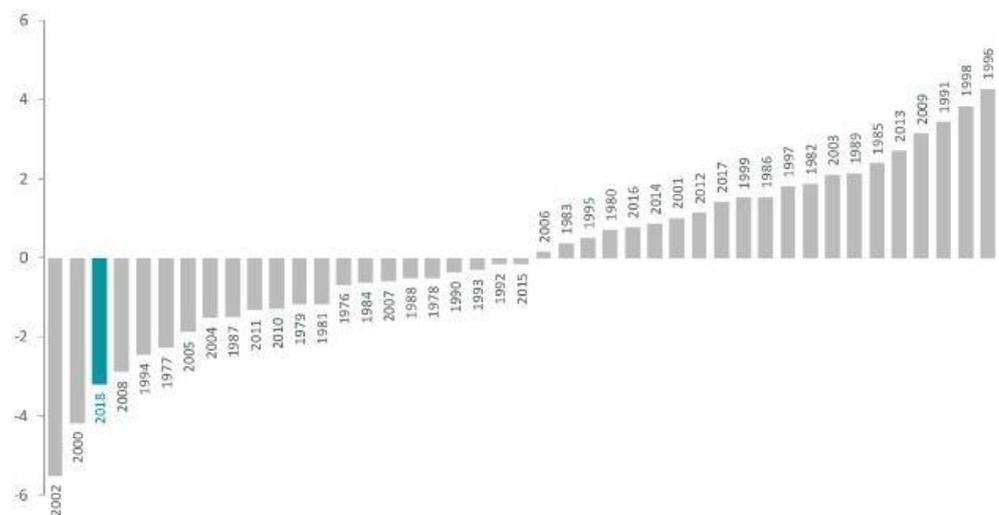
現時，儀錶板內金融市場部份的三項指標均為黃色，最近商品方面的訊號也被下調。相反，儀錶板內的消費者和商業活動部份仍呈現穩健的綠色。因此，投資者必須再度思考上文的問題：這次是否不同？大跌市會在沒有經濟衰退的情況下出現嗎？鑑於凱利投資儀錶板顯示穩健的情況，我們認為現時市場動盪將會相對短暫，故這段期間屬市場回吐而非大跌市。

我們難以確定股市會在哪個水平觸底，重要的是透過三個層面來分析跌勢是否非經濟衰退型的回吐：股價水平、持續時間和市場氣氛。儘管最近數項景氣調查回落，但普遍仍屬偏高水平。整體來說，我們認為市場或接近轉捩點。

對估值的影響

市盈率是備受近期市場波動所影響的層面之一。企業盈利強勁但股價錄得負回報，令估值大幅下跌。事實上，市盈率在 2018 年錄得過去 40 年來第三大的年度跌幅，甚至高於 2008 年的市盈率下跌的幅度。

過去 40 年第三大市盈率跌幅



數據截至 2018 年 12 月 31 日。資料來源：瑞信和標普。

現時市盈率接近五年低位，符合過去兩次出現重大的增長恐慌（growth scare）時的水平。我們認為，重要的是，市盈率下跌集中於週期性行業，這代表新一年出現經濟衰退的機會被過份折讓地反映出來。我們相信目前市場已反映大部份負面消息，故有望出現優於預期的正面驚喜。

歷史觀點

人們常說，歷史不會重演，但總有其規律。現時環境與 1984 年和 1994 年有多個相同之處，最明顯的是經濟暢旺、企業盈利增長強勁，市盈率顯著下跌和股市疲軟。

在 1984 年，企業盈利增長 21%，實質國內生產總值增長約 7%，市盈率下挫兩倍，但市場在年內僅升 2%。同樣，在 1994 年，企業盈利增長 19%，實質國內生產總值增長 4%，市盈率下跌三倍，市場則回落 1.5%。重要的是，在上述預期降低和估值下調的年份之後，大市出現反彈，分別在 1985 年和 1995 年錄得 26% 和 35% 升幅。我們認為反彈的主要因素是，在投資者重設預期後的一年間，經濟並未出現衰退。

目前環境亦與較近期的歷史時期（2015 年至 2016 年）有多個相似之處。原油價格下跌、聯儲局持鷹派立場、美元強勢和中國經濟疲弱，均導致市場在 2015 年底和 2016 年初反覆波動。儘管負面影響浮現，但後來美國避免出現經濟衰退，中國刺激經濟的措施奏效從而避免硬著陸，加上聯儲局放慢加息步伐，美元靠穩。環球股市在 2016 年和 2017 錄得可觀回報，標普 500 指數每年回報率均達到雙位數字。

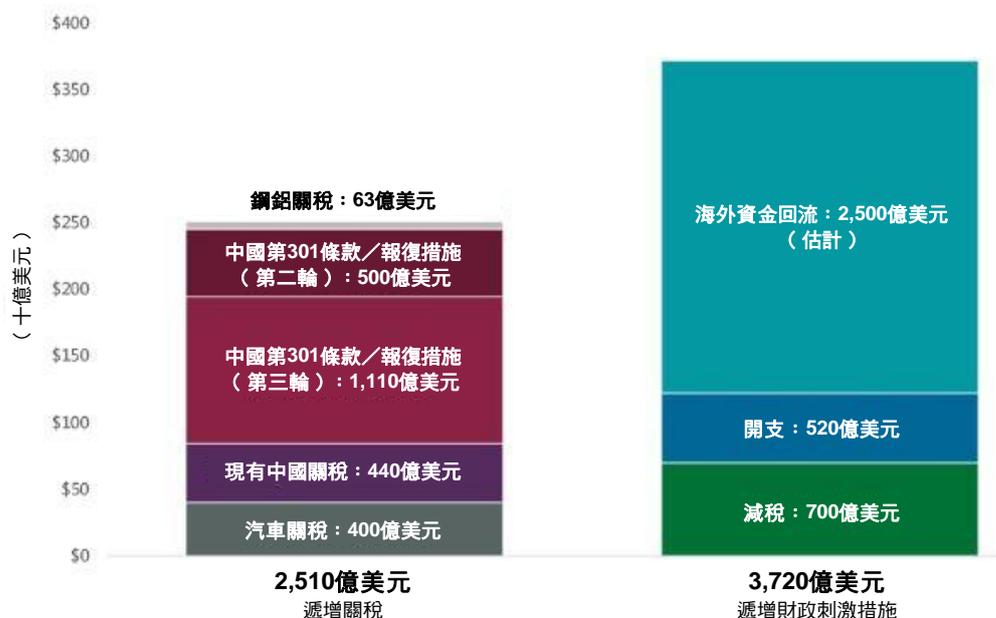
雖然投資者現時重拾 2015 年底的憂慮，但就像 2016 年初時，當局推行的部份穩定機制開始出現。首先，在石油輸出國組織決定削減供應後，油價可獲支持。其次，中國政府在過去六個月推行 50 多項不同的寬鬆措施，開始帶動基建、社會融資總量和服務業採購經理人指數等領域出現初步回升的跡象。雖然當局最終或需進一步刺激經濟，但中國經濟活動回升可望再次成為環球經濟的一個重要動力，亦可刺激環球股市強勢反彈。

確認風險

毋庸置疑，股市仍存在多項風險，例如貿易關係緊張、盈利增長放緩和聯儲局政策失誤。雖然聯儲局主席鮑威爾上月的言論最初被視為鷹派，但我們認為聯儲局理事威廉斯在兩日後的言論亦相當重要。威廉斯表示，當局並未採取「自動導航」的模式或任何預設加息或量化緊縮的方針，重申局方正留意市場和經濟形勢（亦即以數據為依歸）。隨著通脹壓力減退，聯儲局在 2019 年有更大空間推動政策正常化，避免出現政策失誤。

由於中美談判持續，關稅在未來數月可能仍是新聞焦點。雖然這些消息或會令投資者緊張不安，但對經濟和個別企業來說，最終影響應可保持受控。大部份企業可憑藉重組供應鏈（替換供應商）和提高價格，抵銷關稅推高投入成本的主要影響。企業把關稅成本轉嫁供應商和消費者，應可保障利潤率。

財政刺激措施 > 貿易擔憂



數據截至 2018 年 12 月 31 日。資料來源：Strategas Research Partners。

從經濟角度來看，我們認為可以檢視「最壞情況」作為說明。如上圖所示，若以最高稅率實施上述所有各項關稅，而中國亦採取同類報復措施，美國經濟在 2019 年承受的遞增負擔將達到 2,510 億美元，但整體規模仍然少於預計在新一年流入當地經濟的刺激經濟措施金額（3,720 億美元）。

投資者最終憂慮的是，隨著經濟放緩和企業盈利增長降溫，市場無法進一步復蘇。儘管美國國內生產總值增長在今年表現強勢後應會回落，但經濟增長很可能維持 2% 的中至低幅度區間。重要的是，經濟放緩（與稅改推動經濟上行）明顯地有別於經濟在衰退前轉弱。從過往趨勢來看，企業盈利增長見頂不一定意味經濟或市場週期結束。事實上，企業盈利增長高峰期平均超過經濟衰退三年，期內標普 500 指數的平均回報率約為 40%。

市場沽售是否源於企業盈利見頂？

每股盈利見頂（標普 500 指數）	經濟衰退	相差月數	標普 500 指數回報 (%)
1962 年第三季度	1969 年第四季度	87	63.6
1966 年第一季度	1969 年第四季度	45	3.2
1968 年第四季度	1969 年第四季度	12	-11.4
1973 年第四季度	1973 年第四季度	-1	1.7
1976 年第四季度	1980 年第一季度	37	6.2
1979 年第三季度	1980 年第一季度	4	4.4
1981 年第三季度	1981 年第三季度	-2	-11.3
1984 年第二季度	1990 年第三季度	73	132.5
1988 年第二季度	1990 年第三季度	25	30.2
1993 年第三季度	2001 年第一季度	90	152.8
1995 年第二季度	2001 年第一季度	69	113.0
1997 年第一季度	2001 年第一季度	48	53.3
2000 年第一季度	2001 年第一季度	12	-22.6
2002 年第三季度	2007 年第四季度	63	80.1
2004 年第一季度	2007 年第四季度	45	30.4
2006 年第三季度	2007 年第四季度	15	9.9
平均（1962 年至 2006 年）		39	39.8
2010 年第四季度	-	96	99.3
2014 年第二季度	-	54	27.9
2018 年第三季度	-	-	-
平均 — 包括目前（1962 年至今）		43	42.4

註：每股盈利高位根據按年歷史每股盈利增長。資料來源：瑞信、標普、美國國家經濟研究局和彭博。

結論

雖然目前環境顯然存在一定風險，但我們認為這些風險最終只會成為市場在 2019 年上升時面對的不明朗因素。我們的觀點建基於凱利投資經濟衰退風險儀錶板的穩健狀況，以及其他重要指標，例如健康的消費市場和穩固的商業活動。展望新一年，大市基本因素穩健，加上股市估值吸引，聯儲局可能暫停加息，以及中國推行更多刺激經濟措施，均有望推動市場回升，而非長期大跌市。

布蘭迪環球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是環球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,272 億美元*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過 100 年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年12月31日。

CFA® 為特許財務分析師協會所擁有的註冊商標。

重要資訊

資料來源：凱利投資及美盛，截至 2019 年 1 月 7 日，除非另有說明。本文件乃根據銳思投資（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為 Jeffrey Schulze 截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本檔並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。**投資附帶風險**，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售檔，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本檔如在澳門派發，僅限分銷商使用。

本檔提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與美盛整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本檔乃保密和屬專有資訊，除預期使用者外不得使用。本檔在未得到美盛的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未於香港經香港證券及期貨事務監察委員會或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

HK1901030

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。