

Active is:
Sharing insights

投資者應留意的見底反彈跡象

2020年4月



Stefan Hofrichter,
CFA
環球經濟師

隨著新冠病毒危機持續，種種跡象顯示，當前的股市跌勢可能尚未見底。雖然投資者應保持審慎，但亦應積極尋找見底反彈的典型跡象。

全世界都在關注新型冠狀病毒造成的巨大代價，沒有人知道這場危機——或其對金融市場的影響——何時會結束。近幾個月內，全球股票價格異常波動：MSCI世界指數在2月12日創下歷史新高，隨後在新型冠狀病毒危機襲來時下跌逾三分之一，並在3月下旬反彈逾15%。面對如此多的不確定性，投資者想知道：目前是否為風險資產建倉的時機，或者近期的反彈僅為短暫的復甦？

運用我們的觀察清單，評估市場是否已接觸底

為了回答這個問題，投資者可研究美國之前主要股市熊市終結時的狀況。受羅素納皮爾(Russell Napier)著作《剖析熊市》的啟發，我們此前建立了一份用於尋找市場底部的標準「觀察清單」，且事實證明其在衡量2009年春季股市底部方面很有用。雖然歷史不會重演，但經常很相似，因此我們認為我們的觀察清單可能會為投資者提供有用的指引。

這表明，雖然有理由對市場前景持積極取態，但目前宣佈市場拋售已結束為時過早，至少在本文撰稿之時是如此。我們認為投資者應該關注以下情況。



要點

- 根據過往標準，是次拋售屬於急促的拋售，因此前景亦可能突然變得更加樂觀——但目前條件應該尚未成熟
- 我們建立了一份觀察清單，列出在尋求熊市終結時應留意的事項，事實證明，這對衡量2009年春季股市底部很有用。雖然歷史不會重演，但經常很相似
- 大規模的財政及貨幣刺激是熊市見底的必要條件之一，但並不足夠。同時亦必須滿足其他條件，包括週期性經濟數據呈現觸底及股票具吸引力的估值
- 對於在股票或債券採用自下而上過程的主動型投資者而言，近期的波動性創造潛在的投資機會

1 已推出大規模財政及貨幣刺激

狀態：正面

投資者欣見全球為緩解經濟下滑而採取的各種貨幣及財政刺激措施——尤其是在美國，已推出創紀錄的2萬億美元財政計劃。此等措施雖然非常受歡迎且必要，但從過往經驗看，仍不足以扭轉熊市期間股市的前景。例如，在上次金融危機期間，從2007年夏季開始，當局推出很多財政及貨幣政策措施，但股市要到2009年3月才觸底反彈。

在類似當前的危機期間，我們無法合理地期望任何措施能消除整體需求不足和全球供應鏈中斷的影響。雖然注入流動性及信貸額度可爭取部分時間，但卻無法解決高槓桿率私營部門的償付能力問題。

2 觸發事件必須已經消退（疫情需觸頂）

狀態：尚未轉佳

目前的市場拋售由疫情所引發，而疫情目前繼續在歐洲及美國蔓延，而且疫苗最早可能在今年年底才會上市。我們必須至少看到此外部衝擊即將結束的跡象，之後才能開始對股票等風險資產採取建設性取態，而且我們不清楚目前的情況會持續多久。

3 股票估值不能過高

狀態：頗為負面

目前股票估值相對於2月中旬更為合理，但在最大的股市（美國股市）中，估值仍很高。例如，根據股票估值方式，標準普爾500指數目前的週期調整市盈率（CAPE）約為23倍，略低於過去三十年的平均水平。該估值低於幾周前的30倍，但遠高於2009年3月的13倍——及美國其他主要股市熊市底部時的10倍或以下。歐洲市場的估值處於便宜水平，但仍比2009年的水平高出約四分之一。另一方面，日本及新興市場股票的市盈率目前已處於2009年前後水平，為長期投資者提供價值。

4 債市的息差必須收窄

狀態：中性至負面

近幾個月來，在企業投資級別及高收益領域、新興市場及貨幣市場，債市息差均大幅擴闊，但仍遠低於2009年的水平。誠然，部分領域的息差最近有所收窄。但歷史經驗顯示，較廣泛的息差縮窄通常發生在股市觸底後不久，也有幾次是息差在股市開始反彈之前就縮窄。截至目前，債市息差仍未替股市亮出綠燈。

5 金融部門需保持穩定

狀態：中性

2008-2009年危機是由金融部門的問題所引發的，而目前經濟則因外部衝擊而陷入衰退。儘管金融系統截止目前尚未出現重大問題，但目前金融危機的風險似乎仍很大，因為全球經濟的槓桿水平已與上次金融危機前夕的水平持平（約為國內生產總值的三倍）。雖然目前銀行業擁有更良好的資本狀況，但我們預期非銀行金融行業將面臨壓力——尤其是基金、ETF、對沖基金、退休基金及保險公司。根據過往經驗，在股市可能再度持續上漲之前，金融業必須先穩定下來。

6 經濟數據應開始擴張，或者至少收縮幅度有所減少

狀態：尚未轉佳

以前股市觸底時，週期經濟數據和通脹率開始轉跌為升。但目前顯然仍未出現這種情況。經濟數據才剛剛開始下跌，隨之而來的能源價格下跌可能會降低通脹率。在股市前景好轉之前，經濟不需要處於擴張模式，但收縮速度必需有所放緩。

7 對企業盈利的悲觀情緒觸頂，或步伐放緩

狀態：尚未轉佳

在股市反彈之前，對企業盈利的展望很可能必須已接近底部。我們並不是說盈利需實現正增長，甚至需要改善，市場才會迎來轉機。事實上，以前的熊市經驗顯示，企業盈利反彈發生在股市觸底之後。不過，盈利預測必須已經過了最悲觀的時刻，下調盈利預測的步伐必須正在放緩。這種情況仍未發生，但已愈來愈接近。

8 投資者情緒必須達到低點

狀態：尚未轉佳

當投資者「承認失敗」時——意味著有證據顯示股票基金大量資金流出，投資者忽視良好的經濟消息，以及交易量隨著長倉投資者離場而變低——股市熊市通常走向終結。這些都是很難衡量的標準，但似乎投資者情緒尚未達到其最悲觀的狀態。例如，市場出現大量資金外流，但程度仍未及2008-2009年水平；投資者也沒有很多關於病毒的好消息可以忽視；且目前成交量頗高。此外，自2月份以來的股市低迷因近期油價衝擊而加劇。

投資者應保持審慎，但市場底部或許已經不遠了

我們認為，3月中旬以來市場波動性的適度下降——以CBOE波動率指數(VIX)衡量——但目前並非股市已好轉的跡象。事實上，過往經驗顯示，股市波動率往往在股市真正觸底前幾個月達到頂峰。綜上所述，我們的觀察清單仍在

發出訊號，表明應對是次熊市持審慎取態，但就過往標準而言，是次拋售是一次極其迅速的拋售，而其前景可能突然變得更加樂觀。此外，此次殘酷的拋售無疑為主動型投資者創造了潛在的投資機會，無論是在股票或債券。

熊市的終結？我們的觀察清單釋出好壞不一的訊息

標準	我們目前的評估
1 已推出大規模財政及貨幣財政刺激	重大財政刺激；量化寬鬆，減息
2 觸發事件必須已經消退（疫情需觸頂）	現階段全球疫情尚未顯示穩定的跡象，且疫苗尚未成熟
3 股票估值不能過高	美國週期調整市盈率 > 20，全球其他地區 > 10
4 債市的息差必須收窄	息差擴闊一直持續至最近
5 金融部門需保持穩定	尚未發生重大問題；提防非銀行金融
6 經濟數據應開始擴張，或者至少收縮幅度有所減少	數據剛剛開始下跌；油價拖累通脹
7 對企業獲利的悲觀情緒觸頂，或步伐放緩	盈利下調，但分析師的悲觀情緒(尚未)達到極端水平
8 投資人的想法來到最悲觀	交易量不低；資金流出尚未達到極端水平；市場情緒並不低迷

● 正面 ● 中性 ● 負面

資料來源：安聯投資，截至2020年4月。

Active is : Allianz Global Investors
著重 因而主動：安聯投資

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 – 香港



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



訂閱YouTube頻道 安聯投資

投資涉及風險。投資價值及投資收益可升可跌，投資者可能無法取回全部投資本金。過往表現並非未來表現的指引。本文件乃提供市場訊息之用，僅供參考。本文並非就任何證券提供投資意見或建議或邀請或招攬買賣該等證券。

本文件所載的觀點及意見，屬發行人及／或其聯營公司在刊發之時的觀點及意見，可予以更改而毋須另行通知。所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源，但並不保證對其準確性或完整性對其使用所產生的任何直接或間接損失，本公司不會承擔任何責任。本文件的內容不可以任何方式影印、複製或再發佈。

本文件並未經任何監管當局審閱。如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助信息。

本文件乃透過以下安聯投資旗下公司分發：Allianz Global Investors U.S. LLC (在美國證券交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；Allianz Global Investors Distributors LLC (在美國FINRA註冊的一家分銷商，為Allianz Global Investors U.S. LLC的聯營公司)；Allianz Global Investors GmbH (受德國 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 監管的一家德國金融服務 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特許提供商以及在美国證券及交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；安聯環球投資亞太有限公司 (獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌)；Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局監管[公司註冊編號：199907169Z])；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本註冊為金融工具交易商，[公司註冊編號：The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本註冊為金融工具交易商)，No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan])；以及安聯證券投資信託股份有限公司 (獲金融監督委員會(台灣)發牌)。