

如果熊市已經結束會怎樣？

人人都在等待衰退和熊市；與此同時，全球許多市場的回調幅度已高達20%至30%。

Jurrien Timmer | 全球宏觀總監 | LinkedIn: jurrien-timmer-fidelity | Twitter: @TimmerFidelity

關鍵提示

- 似乎人人都在等待下一次衰退和下一次熊市，但如果這兩者都已經發生了呢？
- 全球經濟陷入「工業衰退」形式的放緩已有一年半時間，許多股市的價格或估值已經下跌了20%至30%
- 股市可能以多種方式回調，如股價下跌、估值降低，或者只是落後於各自的長期趨勢線；在過往21個月，這三種情況都已發生在全球股市中。
- 基於2009年以來的價格形態，可以認為股市即將突破關口，重拾上升趨勢。

從大部分股指近兩年的持倉形勢來看，全球金融市場一直在多空拉鋸中橫盤前行。自2018年1月錄得估值最高位以來，標準普爾500[®]純價格指數僅上升5%，相比之下，在「正常」年份，單單一年的增幅就理應兩倍於此。更糟的是，MSCI所有國家世界指數 (ACWI) 在相同的21個月期間的增長為負 (-3%)。因此，在一年又三個季度的橫盤整理之後，市場可能已經到了抉擇未來走向的分岔口：要麼突破週期末段黎明前的黑暗，開始持續錄得新高，要麼陷入熊市。

為了應對已經開始的全球經濟放緩，越來越多的貨幣刺激政策已接連出台。投資者心中的唯一疑問是這種放緩是否會演變成衰退，倘若如此，歐洲央行的貨幣應對政策，現在亦包括美聯儲的應對政策，是否足以阻止這種情況發生。

由於美聯儲已作出2019年內的第三次降息，今年內進行第四次降息的機率降至約四分之一。鑒於美聯儲近期宣佈計劃每月購買600億美元甚至更多的美國國債以解決市場的流動性需求（美聯儲主席杰羅姆·鮑威爾表示「這不是量化寬鬆。這絕不是量化寬鬆。」），市場對未來降息的預期可能會進一步減弱。

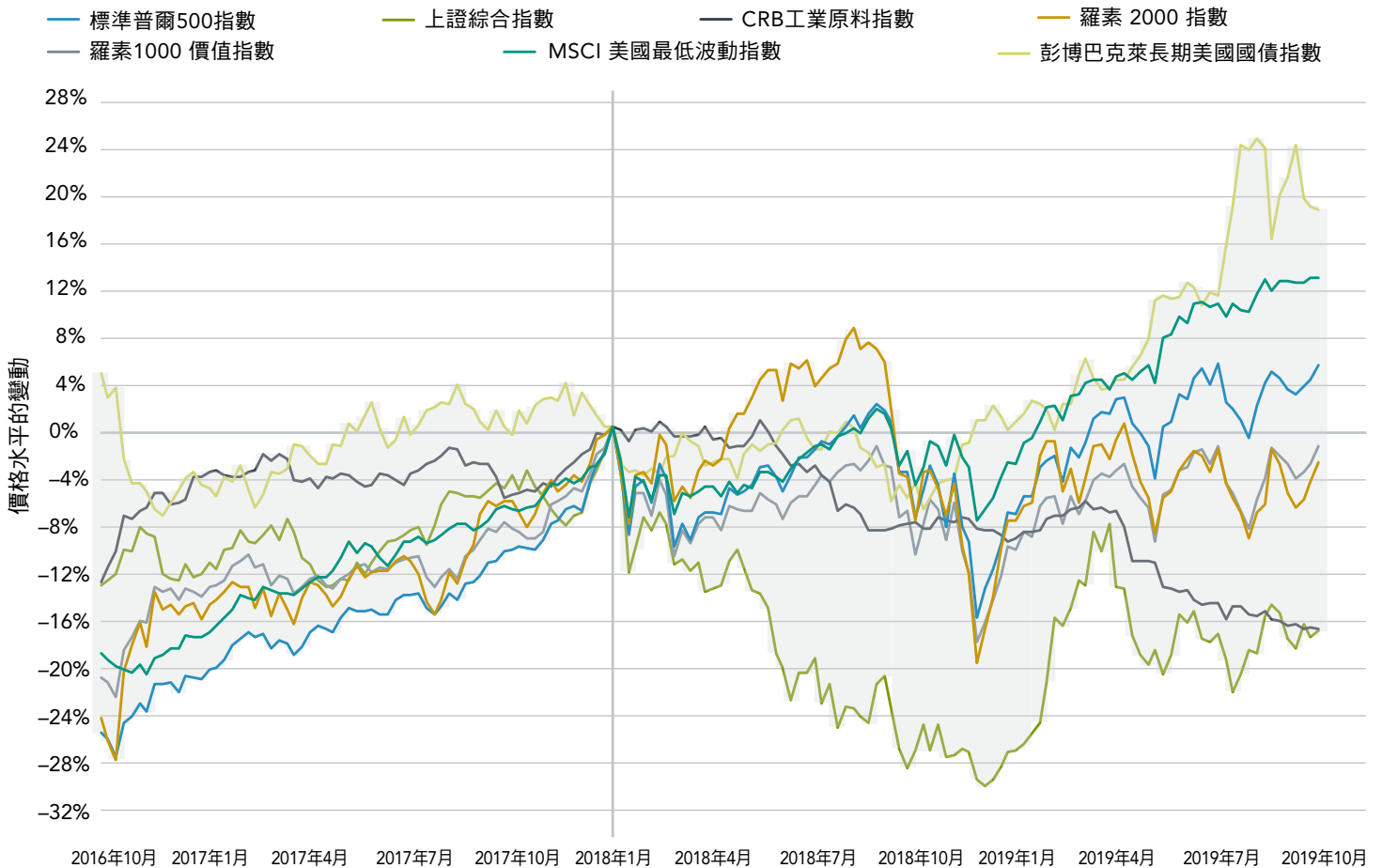
實際上，最近的遠期曲線顯示未來數年的預期降息次數在下

降，從三、四次降至兩、三次，儘管我認為這種變化更可能是中美貿易戰在過去數週有所緩和所致。

那麼，第三次降息加上每月購買數百億美元美國國債，這樣就夠了嗎？鑒於其僅勉強滿足了市場對政策寬鬆的需求，美聯儲似乎認為是夠的。美聯儲似乎指望重現1995年及1998年的週期中調整。同樣，股市似乎會走出與此非常相似的走勢，而收益率曲線已開始「逆轉下降趨勢」，我認為這是好事。

表1：熊市是否已悄然溜走？

價格水平的變動 (%)，精選指數 (2018年-2019年)



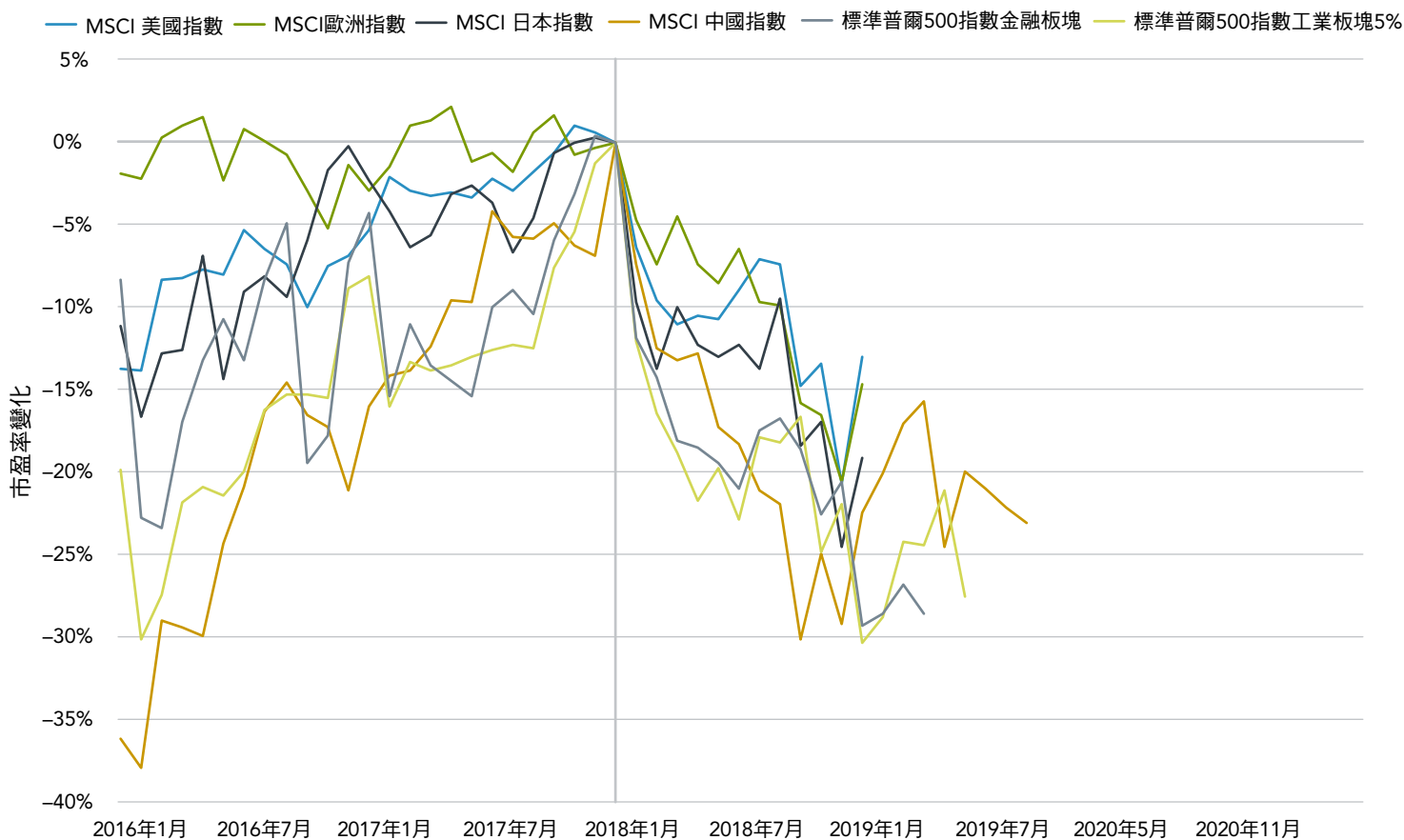
圖表以所示指數在2018年1月的估值最高位為中心。資料來源：富達投資、Bloomberg Finance LP、Haver Analytics；截至2019年10月15日的每週數據。不可能直接投資指數。所示全部指數均未經管理。除非另有說明，否則所有指數均包括股息及利息收入的再投資。過往業績並非未來業績的保證。

然而，目前的風險還是很高。美國的採購經理指數¹已經跌至50以下區間，從歷史經驗來看，已經到了抄底的好時機，投資者往往在此時設法買入「被低估」的證券以期日後暴漲。過去，當採購經理指數跌至50以下時，標準普爾500指數的12個月遠期回報在多數情況下均變得具吸引力，根據我的統計，自1950年代以來，15次中有10次均是正回報。問題是，在並未很快觸底反彈的那幾次，最終都會跌至低得多的水平才開始

回升。換言之，如果試圖買入暴跌的股票，左尾風險（巨大損失）可能會真的發生。

美國的盈利增長已降至接近零，而世界其他地方則仍然為負。隨著第三季度財報季步入高潮，我很有興趣看下此季度是否會跟隨第一及第二季度的腳步。在之前的兩個季度，財報季初的估計增長率約為 -3% 至 -4%，最後在有足夠多的公司公佈了高於之前預測的業績時，增長率才勉強高於零。

表2：估值表現參差，但大部分都已下跌
遠期（未來12個月）市盈率，精選指數



資料來源：富達投資、Bloomberg Finance LP、Hoover Analytics；截至2019年9月30日的每月數據。遠期市盈率估值基於未來12個月的預期每股盈利。不可能直接投資指數。所示全部指數均未經管理。除非另有說明，否則所有指數均包括股息及利息收入的再投資。過往業績並非未來業績的保證。

截至本文撰寫之際，標準普爾500指數成分公司中約200家已公佈第三季度業績報告，估計增長率約為-3.7%。同時，2019日曆年的估計增長率正逼近 1%（低於約一週前的1.9%及約兩週前的2.3%），而2020年的估計數字則高於10%。當然，第四季度估計增長率通常存在向下趨勢，如果今年仍然如此，2020年的數字則存在一些下跌風險。

試圖確定下一次衰退何時會開始，以及對股市會有何種程度的影響，仍然是最近幾乎人人都最喜歡做的事，不過這也理所當然。在標準普爾500價格指數十年間翻了五倍之後（從其2009年3月的低位算起），不確定性確實看起來很高。投資者現在等待「大事件」已經有一段時間了。

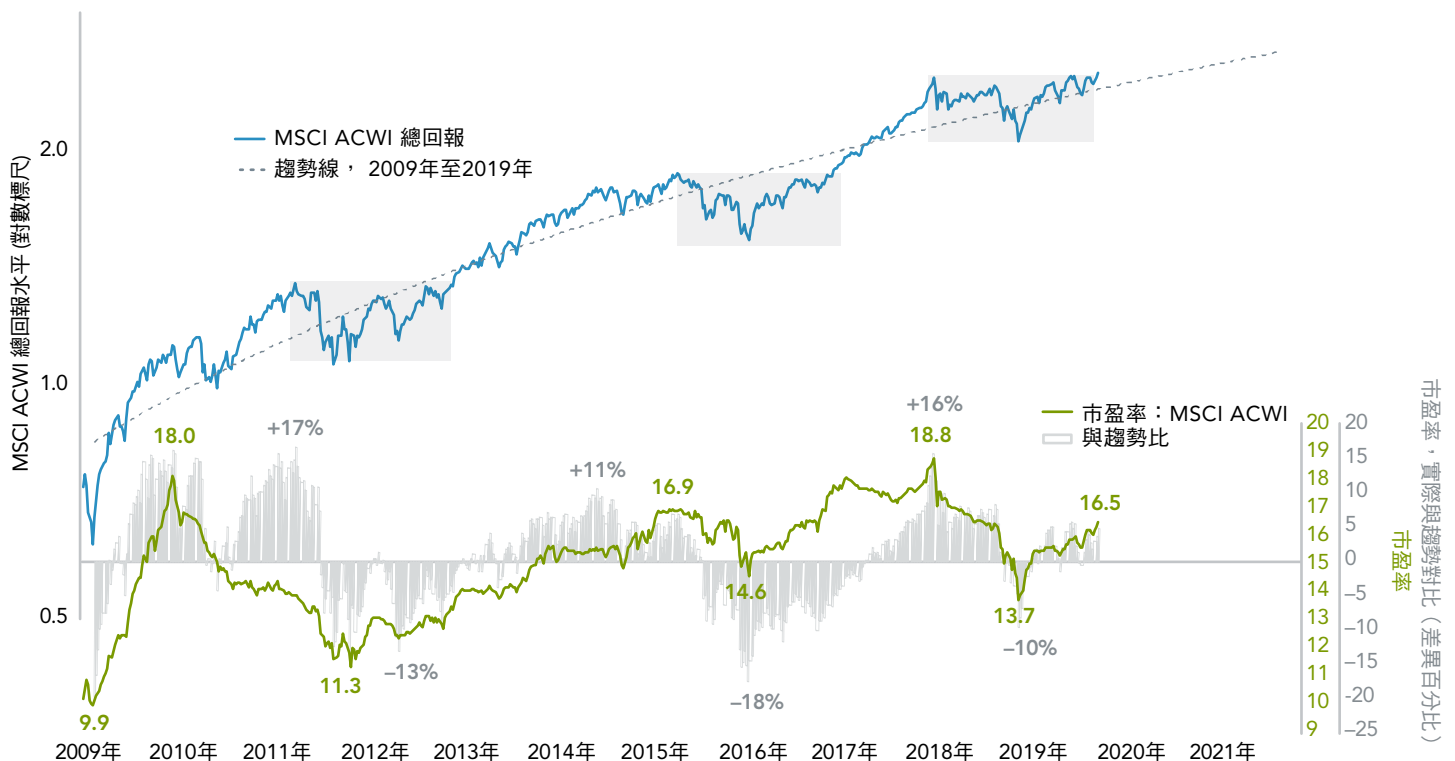
但如果我們等待的事情已經發生了呢？如果熊市已經漸行漸遠了呢？鑒於標準普爾500指數再創歷史新高，問這個問題似乎很傻，但事實上，從價格、時間或估值來看，許多其他市場已經錄得長達21個月的回調。

回調可以多種方式衡量。當然，突然出現20%或更大幅度的下跌是最為傳統的衡量方式，順便說下，這種程度的下跌已經在2018年第四季度發生過了（表1）。但投資者亦可通過股票估值或時間，即市場落後其長期趨勢有多久了，來進行判斷。

就估值而言，全球許多市場的預期市盈率已較2018年1月的估值最高位錄得25%至30%的下跌（表2）。這是一個大幅的

表3：全球股市並未一直緊貼趨勢線不變

MSCI ACWI 指數上升、回調及市盈率趨勢 (2009年–2019年)



圖表上半部分的陰影區域顯示了重大的表現波動。資料來源：富達投資、Haver Analytics；截至2019年10月15日的每週數據。不可能直接投資指數。所示全部指數均未經管理。除非另有說明，否則所有指數均包括股息及利息收入的再投資。過往業績並非未來業績的保證。

估值折扣，投資者很容易判斷這本身已構成熊市。市盈率已經受壓近兩年，而中國及其他新興市場跌幅最大，高達30%。過去，當全球經濟週期處於恢復或加速階段，非美國股市（已發展市場及新興市場）一般會跑贏美國股市。我們現在尚未看到這種情況，但鑒於中美似乎可能就貿易戰達成階段性小協議（且不說潛在的英國脫歐決議），可能會令全球市場恢復活力。

趨勢方面，表3顯示了MSCI ACWI 指數自2009年低位以來的總回報與其趨勢線的對比。圖表下半部分顯示了 MSCI ACWI指數在所示期間的市盈率，以及指數與其市盈率趨勢線的偏離度。可以看到，市場在持續變化，如同一個鐘擺，從趨勢線上方落至下方，然後又升回來；很少一直貼合趨勢線不變。（投資者亦可藉此了解我之前所提到的MSCI ACWI 指數已從其2008年高位回落的意思。）

因此，在過去約十年間，我們可以看到一個清晰的形態，股市先是大幅上揚（即斜率大於趨勢線），然後陷入數月的停滯，接著又開始新一輪攀升，如此往復。因此，出現一個市場先上升後調整／回調的相當協調的形態。2009年至2010年的升勢，導致2011年出現回調（包含一次21%的下跌），2012年至2014年的上升，又令2015年至2016年下跌（包含兩次15%的跌幅），而2016年至2017年的回升，再次導致2018年至2019年的回調（20% 跌幅）。這種強勁上升之後伴隨小幅回調和橫盤整理的形態，非常符合我們事實上仍處於一個還可能持續很多年的長期牛市當中這一論斷。

表3亦顯示了過去這三次價格回調和橫盤整理，讓MSCI ACWI 指數從高於其趨勢線約10% 至 15% 跌至低於趨勢線10% 至 15%。僅從這種協調的指數波浪形態來看，我認為我們似乎即將開啟新一輪的牛市。在上週中美貿易戰緩和（或至少潛在緩和）之後，加上美聯儲進行非量化寬鬆式的新一輪資產購買，或許我們現在存在一輪向上突破的行情。倘若如此，市場很可能會無視第三季度盈利的不利表現，轉而憧憬2020年的靚麗前景。

作者

Jurrien Timmer | 富達全球資產配置部全球宏觀總監

Jurrien Timmer是富達投資全球資產配置部的全球宏觀總監，專門研究全球宏觀戰略及戰術資產配置。他於1995年加入富達，擔任技術研究分析師。

尾註

¹ 供應管理協會 (ISM) 製造業指數，亦稱為採購經理指數 (PMI)，是針對美國某些行業採購經理的一項調查。PMI 值超過 50 表示該行業與前一個月相比有所擴張，而 PMI 低於 50 則表明該行業在萎縮；50 表示沒有變化。

投資決定應基於個人自身的目標、時間範圍及風險承受能力作出。本文件的任何內容均不得視為法律或稅務建議，希望您在作出任何財務決策之前諮詢您的律師、會計師或其他顧問。

股市波動性較高，可能因公司、行業、政治、監管、市場或經濟發展狀況而大幅波動。由於發行人、政治、市場或經濟發展等不利因素的風險更高（所有這些因素在新興市場中均會放大），外國市場可能比美國市場更加動盪。該等風險對於專注於單個國家或地區的投資尤其顯著。

這是美國富達投資公司的原創內容。

除非另有說明，否則所有有關市場的事實資訊和資料均來源於富達投資。

投資互惠基金可能有佣金、尾隨佣金、管理費及開支。在投資前，請細閱招股章程，其中載有詳細的投資資訊。所示回報率是所示期間的歷史年度複合總回報，包括單位價值的變化及分派的再投資。所示回報率未考慮任何會減少回報的單位持有人應付的銷售、贖回、發行或期權費用或所得稅。互惠基金概不作保證。其價值可能會頻繁變化。過往業績可能無法再現。

本評論中的某些陳述可能包含前瞻性陳述（「FLS」），這些陳述具有預測性，可能包括諸如「預期」、「預測」、「打算」、「計畫」、「相信」、「估計」等詞語，及類似的前瞻性表述或其否定形式。FLS 基於當前對未來一般經濟、政治和相關市場因素（例如利息）的預期和預測，並假設適用的稅收或其他法律或政府法規未發生變化。對未來事件的期望和預測本身就受到風險和不確定性等因素的影響，其中一些因素可能是不可預見的，因此可能在未來日期被證明是不正確的。FLS 不是未來表現的保證，實際事件可能與任何 FLS 中表達或暗示的情況有重大差異。許多重要因素可能導致這些差異，包括但不限於北美和國際上的一般經濟、政治和市場因素、利息和外匯匯率、全球股票和資本市場、商業競爭和災難性事件。應該避免過度依賴 FLS。此外，並未明確計劃因新資料、未來事件或其他原因而更新任何 FLS。

富達的經理、分析師或其他員工可能會不時就特定公司、證券、行業或市場板塊發表意見。任何此類人士的觀點僅為個人當時表達的觀點，並不代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點可能隨時根據市場和其他情況發生變化，富達並不對更新此類觀點承擔任何責任。該等觀點不應作為投資建議而加以依賴，而且由於富達基金的投資決策乃基於多種因素，因此亦不應作為代表任何富達基金的交易意圖的指示而加以依賴。

指數定義

標準普爾 500 指數 (S&P 500[®]) 是由根據市場規模、流動性和產業集群選擇的 500 隻普通股組成的代表美國股票表現的市值加權指數。**標準普爾 500 指數工業板塊** 是標準普爾 500 指數中屬於全球行業分類標準 (GICS) 工業板塊的所有股票的市值加權指數。**標準普爾 500 指數金融板塊** 是標準普爾 500 指數中屬於 GICS 金融板塊的所有股票的市值加權指數。**羅素 1000 價值指數** 是旨在衡量美國股市大型價值股表現的市值加權指數。其包括羅素 1000 指數成份股中市淨率較低且預期增長率較低的公司。**羅素 2000 指數** 是旨在衡量美國股市小型股表現的市值加權指數。其包括羅素 3000 指數中最小的約 2,000 個證券。**MSCI ACWI** (所有國家世界指數) 是旨在衡量已發展國家及新興市場的大中型股的全球投資者可投資股票市場表現的市值加權指數。**MSCI 美國指數** 是旨在衡量美國股市的大中型股表現的市值加權指數。**MSCI 歐洲指數** 是旨在衡量歐洲已發展市場的全球投資者可投資股票市場表現的市值加權指數。**MSCI 日本指數** 是旨在衡量日本市場的大中型股的表現的自由流通量調整市值加權指數。**MSCI 中國指數** 是一項中國股票自由流通量調整市值加權指數，包括中國關聯公司及在香港聯交所上市的 H 股，以及在上海及深圳證券交易所上市的 B 股。**上證綜合指數** 是一項市值加權指數。該指數追蹤在上海證券交易所上市的所有 A 股和 B 股的每日價格表現。**MSCI 美國最低波動率指數** 旨在反映適用於美國大中型股的最小方差策略的表現特徵。該指數是透過以美元就最低絕對風險（在給定的一組限制因素內）優化 MSCI 美國指數（其母指數）來計算。從歷史上看，該指數相對於 MSCI 美國指數顯示出較低的貝塔及波動率特徵。

彭博巴克萊美國綜合債券指數 是一項用於衡量以美元計值的投資級定息應稅債券市場的表現的寬基市值加權基準指數。該指數所涵蓋板塊包括美國國債、政府相關及公司證券、MBS（機構定息及混合 ARM 傳遞證券）、ABS 及 CMBS。**彭博巴克萊美國 3 個月國債風向標指數** 是期限為 3 個月的美國財政部投資級定息公共債務（不包括零息債券）的市值加權指數。**彭博巴克萊美國財政部通脹保護證券 (TIPS) 指數 (L 系列)** 是一項市場價值加權指數，用於衡量剩餘期限至少為一年的美國財政部通脹保護公共債務的表現。**JPM (摩根大通) EMBI (新興市場債券指數) 全球指數** 追蹤新興市場主權和準主權實體發行的以美元計值的債務工具（如布雷迪債券、貸款和歐洲債券）的總收益。**彭博商品指數總回報** 衡量商品市場的表現。其包括實物商品的交易所買賣期貨合約，並按照每種商品的經濟意義和市場流動性進行加權。**彭博巴克萊美國高收益債券指數** 是涵蓋以美元計值的定息非投資級債務的市值加權指數。**彭博巴克萊長期美國國債指數** 是剩餘期限為 10 年或以上的美國國債的未經管理指數。**商品研究局 (CRB) 工業原料指數** 是以下 13 個市場的子指數：粗麻布、廢銅、棉花、皮革、廢鉛、印花布、松香、橡膠、廢鋼、動物油脂、錫、羊毛條及鋅。

投資涉及風險，包括虧損風險。 • 過往表現及股息率是歷史記錄，無法保證未來結果。多元化及資產配置並不能保證盈利或杜絕風險。 • 所有指數均非管理型指數。您不能直接投資指數。

第三方標誌是其各自所有者的財產；所有其他標誌是 Fidelity Investments Canada ULC 的財產。

© 2019 Fidelity Investments Canada ULC 版權所有。保留所有權利。富達投資 (Fidelity Investment) 乃 Fidelity Investments Canada ULC 的註冊商標。

美國：905772.1.0 加拿大：243285-v20191118