

市场动态： 隧道的尽头渐现曙光？ 危机进入新阶段

2020 年 3 月 31 日



Daniel E. Chornous, 注册金融分析师 (CFA)
RBC 环球资产管理公司
首席投资官

继上一周股市跌幅达到 34% 之后，接下来的四天中有三天出现了强劲的反弹，让人不禁在想我们是否已从史上历时最短的熊市中摆脱出来。尽管我们似乎已迈向危机的新阶段，但我们认为尚无充足证据表明已摆脱熊市。不过，有一件事是肯定的：市场对新冠肺炎疫情的反应及其对经济的未知影响是巨大的。在短短的五周时间内，这次的熊市就演变成过去 140 年以来并列第 10 的最具破坏力的熊市。

上周，股票及其他风险资产的突然逆转无疑得益于至少三个方面的因素。首先，通过紧急降息、财政减免以及旨在保持信贷流通和防止市场紧缩的具体支持措施，为经济提供了巨大支持。其次，风险资产的估值较崩盘前已经有了很大的提高，对于许多人来说，这可能足以触发重新平衡计划，甚至会鼓励一部分人采取有针对性的抄底行为。最后，杠杆交易者的恐慌性抛售和强制出售现象可能最终会消失。

这次疫情从中国开始，向韩国、欧洲、英国蔓延，现在在北美地区大规模爆发，通过对当地和区域疫情爆发情况的研究，我们在感染强度、死亡率和病程方面有了广泛的经验。此外，对于经济复苏是否会引发新的经济周期，我们知之甚少，而且疫苗甚至是有效的治疗方法仍遥不可及。在弄清楚上述问题之前，本次事件对经济的最终破坏规模，包括人类遭受的苦难、生产损失和全球经济衰退的持续时间，都只是猜测而已。

RBC GAM 首席经济学家 Eric Lascelles 正在研究美国 GDP 的基准情形，假设在 10 周的时间内产出下降 15%，然后较为迅速恢复。在这种情况下，2020 年的年均增长率将降至 -3%。对于加拿大，他预计年均增长率将为 -4%，并且全球都保持在类似的水平。美国以外地区的增长预测会稍弱，这反映出经济结构的差异，而非本次健康危机对各国/地区带来的相对影响。重要的是，2 月和 3 月初实施了快速且具有实质性的整改措施，但即便在这之后，这些预计数字在近两周内几乎没有发生变化。

大量援助措施

毫无疑问，从 2008/2009 年全球金融危机中汲取的经验教训削弱了新冠肺炎危机的直接影响，并有望限制因公司倒闭和员工暂停工作而导致流动性紧缩发展成为偿付能力恐慌所带来的威胁。快速的协调降息措施减轻了借款人的压力，或许更重要的是，此举传达出中央银行出手援助经济的讯号。美联储和加拿大银行将利率紧急下调 150 个基点，使短期利率降至接近零。为了平息金融危机，美国共注入了 1.64 兆美元的财政刺激资金，占 GDP 的 11%。¹ 这次，财政刺激资金的总额已经达到 2.14 兆美元，占 GDP 的 9.8%。在加拿大，联邦政府宣布救济计划所需资金总额占 GDP 的 4.7%，在英国，这一数字甚至超出了美国，占 GDP 的 16.3%，同时降息 65 个基点。

上述所有措施在短短 5 周的时间里均已实施到位，因为货币和财政当局都意识到，实施相应措施的速度和规模（震慑行动）对于遏制金融危机的浪潮至关重要。此外，在加拿大和美国，有些计划是不受限制的，且用于抵抗危机的资金也全无减退的迹象。

¹ 《华尔街日报》，2020 年 3 月 26 日，《抗击新型冠状病毒影响而采取的经济刺激措施效法自不良资产救助计划》，Greg IP 和 Jacob M. Schlesinger

重新制定固定收益市场的估值

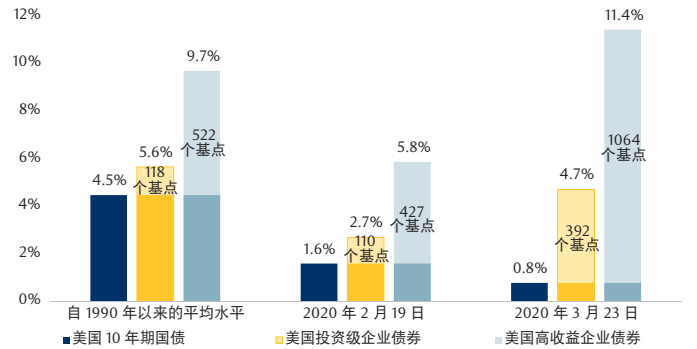
固定收益市场和股市的估值正日益受到各界的密切关注。图表 1 展示了美国 10 年期国债收益率以及投资级 (IG) 和高收益 (HYC) 企业债券的三个时期：过去 30 年的平均水平，本次熊市前夕的水平以及 3 月 23 日股市低谷时的水平。条形中的浅色区域表示相对于几乎无风险的主权债券而言，这些债券的收益率利差或风险溢价。2 月 19 日至 3 月 23 日之间的绝对收益率水平和信贷利差的变化真是令人震惊。由于处于最低点且信贷利差处于二十年来的最低水平，因此投资级债券的收益率逐渐攀升，接近其长期平均水平。更令人印象深刻的是高收益债券市场的飙升。在短短三周内，这些杠杆化程度更高的信贷的收益率就从低于长期平均水平 390 个基点上升到高于长期平均水平 150 个基点！在这段短暂的时期内，由于强力的风险规避措施，政府债券收益率降低了一半，信贷利差（因接受公司违约风险而获支付的溢价）在投资级 (IG) 市场几乎翻了两番，达到 392 个基点，而高收益债券则翻了一番以上，达到 1,064 个基点，相对于过去 30 年二者均达到了令人瞩目的水平。

股票跌破公允价值

股票估值也已重新洗牌。图表 2 显示了美国股市相对于其公允价值范围的变化趋势，根据与基础通货膨胀和利率相一致的标准化收益和估值计算得出。在 2018 年底/2019 年初爬升至该区间的中点上方之后，熊市又将标普 500 指数推向公允价值区间的下半部分（在金融危机之后的长期牛市中，大部分时间标普 500 指数都位于该区域，通常该估值范围提供最高和最一致的结果且平均波动率达到最低）。

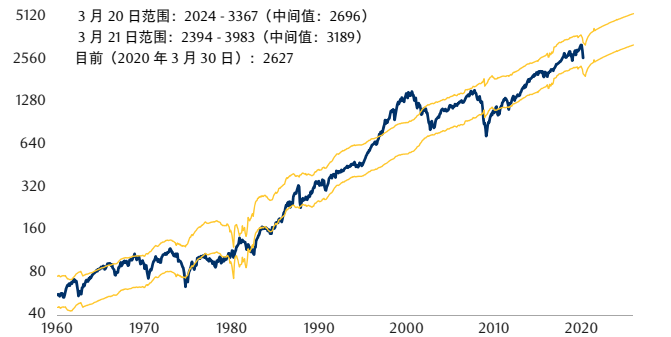
当然，确定目前估值只是难题的一部分，因为股价也是计算企业利润所需的一个函数。要想预测公司的收益——不论何种确定程度，从来都不是一件简单的事情，再加上经济体的大部分行业会无限期暂停一段时间，更使得这项工作几乎不可能实现了。图表 3 绘制出卖方分析师对今年及明年标普 500 指数收益汇集组合所达成共识的每月进展情况。对美国市场 2020 年的最新预测已降至 160 美元，低于危机前的 172 美元和年初时的约 180 美元。降息不仅幅度大，而且范围广，84% 的公司的预测收益都在下降，接近 2008/2009 年间最糟糕的情况。

图表 1：到期收益率



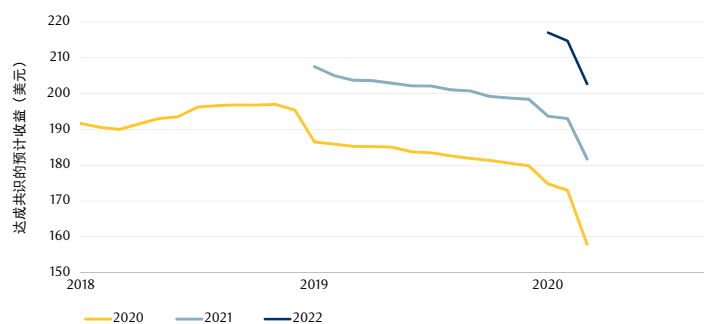
注：截至 2020 年 3 月 30 日。这些条形中的阴影区域表示相对美国 10 年期国债收益率而言的收益率利差。来源：ICE BofAML, RBC GAM

图表 2：标普 500 指数公允价值
正常化的收益和估值



注：截至 2020 年 3 月 30 日。公允价值估算仅供说明之用。更正始终是可能的，并且估值不会限制因系统性冲击造成损害的风险。不可直接投资于非受管理的指数。来源：RBC GAM

图表 3：标普 500 指数
达成共识的预计收益



注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：Thomson Reuters、Bloomberg

图表 4 提供一种更有用的方法来估算上市公司的未来收益。图表中的波动线追踪标普 500 指数成份股的报告收益 – 与上述卖方分析师的预测数字相同。穿过该系列的虚线仅表示当利润每年以 5.9% 的长期平均水平增长时所产生的收益。我们称其为正常化的收益，而该数字的变体则以我们的公允价值分析结果为基础。现在这种方法尤其有用，因为我们无法得知本次行业停顿将带来多深远的影响，或将持续多长时间。我们确实认识到，在先前每次发生金融危机、经济衰退或遭到经济破坏之后，收益总是恢复到趋势线水平。正是因为这一特性以及实现此等收益的生产能力会维持下去，市场最终将会恢复常态。目前，标普 500 指数的正常化收益为 152.56 美元。这个数字乘以 18.1（历史上与当前和预期利率以及通货膨胀率水平一致时的市盈率）后，计算出的标普 500 指数的公允价值约为 2700，并且从现在算起一年时间将上升至约 3200。

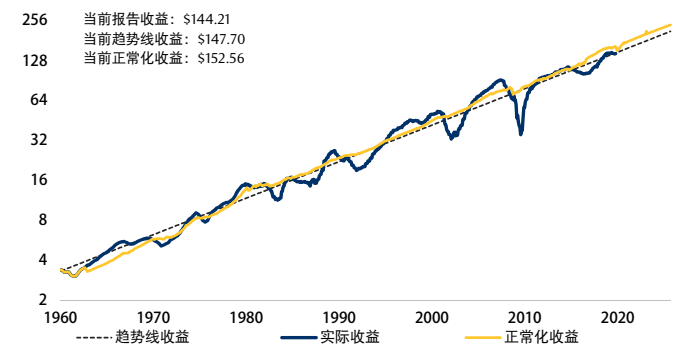
对于全球最大的 8 个市场，我们都有类似的公允价值模型。尽管标普 500 指数目前比其最新的正常化公允价值低 3%，比一年前的水平低 18%，但即便在此基础上，全球市场也更具吸引力。图表 5 展示了各市场高于或低于公允价值的差距，各国家/地区的数据均按其 GDP 加权。尽管没有达到 2009 年全球公允价值近 45% 的缩减率，但最新的绘制值为 -17.6%，这表明全球股市已经恢复至具吸引力的估值水平。

隧道的尽头渐现曙光？

很遗憾，只比较当前估值与其历史估值，并无法预期股市或其他风险资产何时可实现持续回升。在过去四个交易日中有三个交易日，股票的稳固收益和企业债券市场的价差压缩都让人欣慰，但我们也知道，即使是历史上收益最佳的那些交易日，在持续的熊市期间也不乏安慰性的反弹现象。但这也让我们看到了隧道尽头的微光。

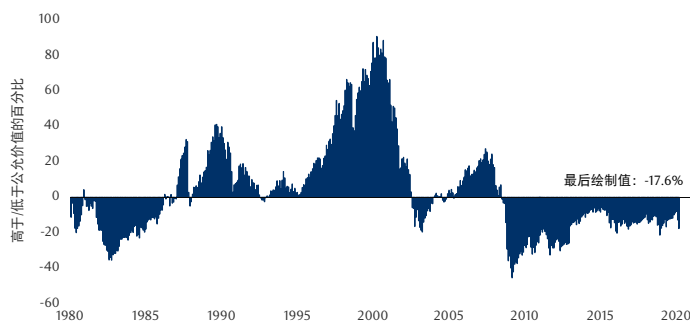
股权投资者信心的重大转变就是其中的一道微光。图表 6 反映了美国个人投资者协会 (AAII) 每周调查受访者中出现熊市悲观情绪的概率。这些调查虽然并不像大家所希望的那样严格或全面，但过去这些调查确实提供了一个很好的视角，在一个较容易预测的周期内来寻找贪婪与恐惧心理之间的平衡点。在投资中长期取得胜利通常能激发投资者对未来的信心，即使逻辑表明股价上涨必然会在某个时间点限制未来获利的潜力。若市场持续走低，则情况正好相反。上周，有超过 50% 的受访者一直认为熊市已经到来，而之前总认为股市会持续走高的人员比例也在这样一个区间。话虽如此，对那些表示看涨市场前景的人进行的相关调查尚未达到极端水平，其他市场情绪指标也令人担忧，但尚未达到与担心熊市无法结束齐平的恐惧程度。

图表 4：标普 500 指数收益报告和正常化收益



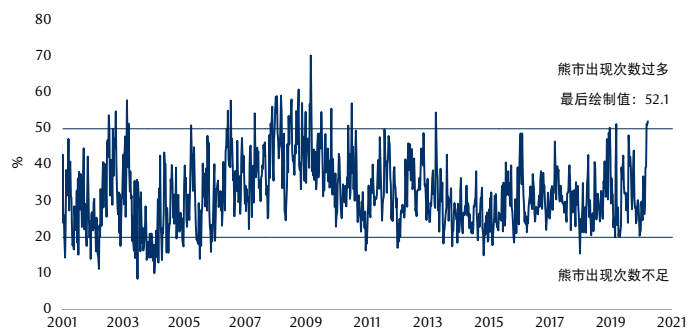
注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：RBC GAM、RBC 资本市场

图表 5：全球股市综合情况 相对于均衡水平而言的股市指数



注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：RBC GAM

图表 6：AAII 情绪调查 悲观情绪百分比



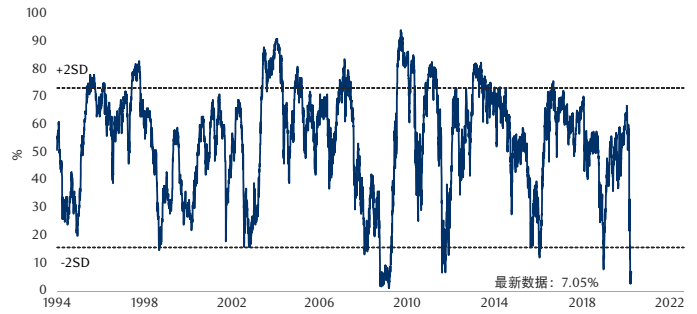
注：截至 2020 年 3 月 26 日。来源：美国个人投资者协会 (AAII)

在确定市场转折点方面，价格动量是另一个通常很有用的工具。图表 7 显示了纽约证券交易所 (NYSE) 股票交易价格高于或低于其前 200 天移动平均价格的情况（以百分比表示）。同样，图表 8 展示了具有价格上升动量（用于衡量股份价格的变化率）的股票比例。在这两种情况下，3 月的剧烈调整都将这些指标拉至近 40 年的最低水平，仅次于 2008/2009 年经济最萧条的时期，甚至相差无几。抛售压力可能即将耗尽。

我们会不断审视股市中的经济板块，以了解上升或疲软迹象。图表 9 展示了受危机影响最严重的两个标普 GICS 板块相对于标普 500 指数的价格（即：GICS 价格指数水平除以标普 500 指数水平）。下降线表示该板块的市场表现不佳，上升线表示该板块在市场中处于领导地位。3 月 23 日股市急剧下跌达到市场新低期间，航空公司、酒店、度假村和邮轮航线对投资者失去了吸引力，这种情况也就不足为奇了。但值得注意的是，这些群组触底反弹的速度实际上比平均水平快了一些，或许这表明他们对近期宣布的政府支持计划的有效性抱有一定信心，以及那些遭受重创的行业在危机中生存下来的机会会有所增加。

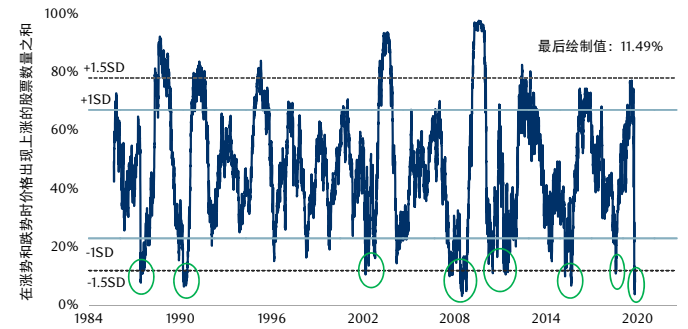
同样，我们还要关注导致股市下跌并历经短暂恢复期的投资因子及风格的类型。可以将它们视为每个公司内以不同程度存在的特征分组。有些特征可能表现为收益或收入的大幅增长。在市场资本总值方面，其他特征则通过规模大小来区分。就像投资者将对某些经济板块的偏好转向其他经济板块（例如银行与能源）一样，随着时间的流逝，特定的因子和风格在不同的主导因素下也会上下移动。这些动态可以让我们了解投资者的活动和动机，在大多数情况下，能让大家感应市场的前景。

**图表 7：纽约证券交易所
高于 200 天移动平均价格的股票百分比**



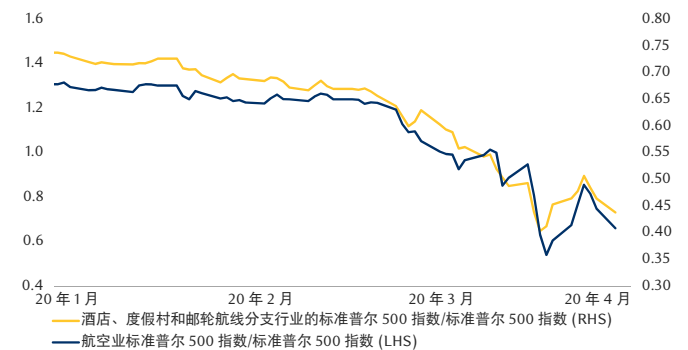
注：截至 2020 年 3 月 30 日。数据来源：Bloomberg, RBC GAM

**图表 8：标普 500 指数
每月价格动量**



注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：RBC GAM

图表 9：标普 500 指数行业相对表现



注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：RBC GAM

图表 10 记录了 2 月 19 日至 3 月 23 日股票下跌以及自那以后恢复交易的第一天和第一周的 11 种投资风格因子的表现。在急剧下跌期间，Beta 因子的收益率为 -7.5%，成为主导趋势。Beta 因子捕获的只是上市股票的波动（试想水涨船高的景象，但在这种情况下则正好相反）。在整个崩溃阶段其他影响较大的因子中，杠杆和流动性因子均为负值，分别为 -2.8% 和 -1.8%。考虑到危机的根源，高杠杆股票和非流动性股票是最大的输家就不足为奇了。令人惊讶的是，Beta 因子的强度是其 2.5 到 3.5 倍。

为什么 Beta 因子主导了摆脱杠杆股票和非流动性股票的需求？也许是因为积极抛售行为，反映出投资者纯粹想退出股市的愿望。仓促逃离股市是由恐慌的股东以及由于追加保证金等合约义务导致的强制出售所致。这些有着相同抛售动机的卖家很可能宁愿抛弃杠杆率最高、流动性不佳的股票，但是他们的重中之重是要卖出点儿什么，而且在这些领域几乎不可能有买方出价，也不可能提供像广泛市场的其他领域那样的规模。

但是在过去一周中，Beta 再次成为主导因子，尽管这次是因为投资者纷纷回归所致的。杠杆和流动性仍会产生负回报，但收益率的价值因子（市盈率低于平均水平的股票）已加入强动量大军（最近价格趋势稳定的公司），呈现出成为主导因子和积极因子的势头。在牛市的早期阶段，价值因子通常首当其冲，因此收益率作为主导因子出现是值得关注的现象。

未来将朝什么方向发展？

随着近零利率和特殊支持计划的迅速出现，应足以阻止经济继续自由落体。新一轮的估值低谷可能已开始让市场恢复竞价氛围。尽管如此，全球范围内的新冠肺炎病例数仍在继续攀升，在英国、美国和加拿大增势极快。未来几周肯定会给市场带来具有挑战性的消息。有条不紊的证券选择和资产组合管理方法变得前所未有的重要。

其中一种思路是根据收益率恢复到正常水平所需的时间来预测股市的收益。较为乐观的做法是将恢复期定为一年，并且假设当时的“正常”市盈率为 18.9，则预计股票的总收益为 12.1%。更为谨慎的做法是将恢复期延长到三年甚至四年，使复合年总收益率从 4.1% 降至 5.5% - 既合理又非例外情形。

图表 10: Barra 全球风格因子回报率

因子	高峰-低谷		
	2020年2月20日 - 2020年3月23日	2020年 3月24日	2020年3月24日 - 2020年3月30日
规模	1.5%	0.6%	0.4%
增长	0.1%	-0.1%	-0.1%
收益率	-0.2%	0.4%	0.8%
动量	-0.2%	-0.1%	0.7%
非线性规模	-0.4%	0.2%	0.7%
市净率	-1.2%	-0.5%	-0.9%
股息收益率	-1.6%	-0.2%	0.1%
流动性	-1.8%	0.3%	-0.7%
残差波动率	-2.3%	0.0%	0.2%
杠杆情况	-2.8%	-0.1%	-0.4%
Beta 因子	-7.5%	3.6%	4.5%

注：截至 2020 年 3 月 30 日。来源：MSCI、RBC GAM

我们还要谨记长期目标。正如我们在 2020 年 3 月 13 日市场动态中提到的那样，全球经济的结构性变化似乎很可能在未来很多年内将主权利率保持在历史低位。危机消除后，预计收益率将会反弹，但不太可能达到养老金和其他长期储蓄计划假定收益率所反映的水平。为达成这些计划的目标，需采取积极的方式管理资产并抓住机遇。这段极其震荡的时期为投资者带来了建立风险资产头寸的机会，对于有耐心、有规划的投资者而言，入手价格将会改善他们的长期成果。

披露信息

本文档由 RBC 全球资产管理公司 (RBC Global Asset Management Inc., 简称 RBC GAM) 提供, 为截至所示日期的最新资讯, 仅供参考之用。未经 RBC GAM 或本文档所列关联实体的书面同意, 不得予以复制、分发或发布。本文档不构成在任何司法管辖区购买或出售任何证券、产品或服务的要约或邀请。若任何司法管辖区禁止分发本文档, 则本文档不得分发给该等司法管辖区内的人士。

RBC GAM 是加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada, 简称 RBC) 的资产管理部门, RBC 旗下包括 RBC 全球资产管理公司、RBC 全球资产管理 (美国) 公司、RBC 全球资产管理 (英国) 有限公司、RBC 投资管理 (亚洲) 有限公司, 以及 BlueBay 资产管理公司 (BlueBay Asset Management LLP), 这些公司均是独立运营, 但属 RBC 的联营附属公司。

在加拿大, 本文档由加拿大皇家银行环球资产管理公司 (包括 PH&N Institutional) 提供, 该公司由其注册所在省份和地区的证券委员会监管。在美国, 本文档由联邦注册投资顾问 RBC 全球资产管理 (美国) 公司提供。在欧洲, 本文档由 RBC 全球资产管理 (英国) 有限公司提供, 该公司由英国金融行为监管总署授权和监管。在亚洲, 本文档由 RBC 投资管理 (亚洲) 有限公司提供, 该公司在香港证券及期货事务监察委员会 (证监会) 注册。

本文档未经任何证券或其他监管机构审核, 也未在任何证券或其他监管机构注册, 因此仅可在适当情况下由上述实体在其各自的司法管辖区内分发。有关 RBC GAM 的其他信息, 请访问 www.rbcgam.com。

本文档无意提供法律、会计、税务、投资、财务或其他方面的建议, 因此不应依赖本文档包含的信息来提供此类建议。RBC GAM 采取合理措施来提供最新的、准确的及可靠的信息, 并认为这些信息在印刷时是符合以上原则。RBC GAM 保留随时更改、修正和终止发布有关信息的权利, 恕不另行通知。

本文档中包含的任何投资和经济展望信息均由 RBC GAM 依据各种资料来源编制而成。从第三方获得的信息被认为是可靠的, 但 RBC GAM 及其附属机构或任何其他人士对这些信息的准确性、完整性或正确性不作任何明示或暗示的陈述或保证。RBC GAM 及其附属机构对任何错误或遗漏不承担任何责任。

过去的业绩不能代表未来的结果。所有投资都存在损失全部或部分投资金额的风险。出现投资回报率估计时, 这些估计值仅作说明之用, 不应理解为对收益的预测; 实际回报可能高于或低于显示的回报, 并且可能存在很大的差异, 尤其是在较短的时间段内。无法直接投资于指数。

本文档所载的一些陈述可能视为前瞻性陈述, 提供对未来结果或事件的当前预期或预测。前瞻性陈述不能保证未来的业绩或事件, 并且涉及风险和不确定性。不要过分依赖这些陈述, 因为由于各种因素的影响, 实际结果或事件可能与此类前瞻性陈述中描述的结果或事件存在重大差异。我们建议您在做出任何投资决策之前认真考虑所有相关因素。

® / ™ 表示加拿大皇家银行的商标。未经许可不得使用。

© RBC 全球资产管理公司 2020 年版权所有

In the event of any conflict or ambiguity between the Chinese and English texts, the English language text shall govern. This Chinese version is for reference only. 若中英文版本之间出现任何冲突或歧义, 以英文版为准。此中文版仅供参考。

发布日期: 2020 年 3 月 31 日

(31/03/2020)

MARKET UPDATE - APRIL 2020_SC_ZHS_VER_RR_RBC1020579_ZH-CN 04/08/2020

