

# RBC 環球資產管理 最新市場消息： 漸現曙光？ 危機踏入新階段

2020 年 3 月 31 日



**Daniel E. Chornous**，特許金融分析師  
RBC 環球資產管理公司  
首席投資官

自從市場大跌 34% 至上禮拜一的低谷，之後四天當中三天出現大幅回彈，有些人不禁發問：我們是否已開始脫離史上最短的熊市？儘管我們似乎已踏入本次危機的新階段，但我們不認為有充分證據證明上述說法。不過有一件事可以肯定。市場對 2019 新型冠狀病毒病 (COVID-19) 及其對經濟的未知影響反應十分巨大。僅僅五週，這次熊市已經成為過去 140 年以來並列第十大最具破壞性的熊市。

上個禮拜股票和其他風險資產的驟然逆轉，無疑受至少三個原因帶動。第一，透過緊急減息、財政寬減以及旨在保持信貸流動及避免市場收緊的具體提振措施，為經濟提供了大量支援。第二，風險資產的估值較崩盤之前的水平顯著提升，對許多人來說，這已經足夠觸發投資組合重整計劃，甚或鼓勵部分人有目標地抄底。最後，槓桿交易投資者的恐慌性拋售和被迫拋出行為，可能終於告一段落。

疫情先於中國爆發，繼而傳播至韓國、歐洲和英國，如今則是北美洲，根據對地方和區域疫情的分析，感染強度、死亡率和病程每個地方都各有不同。此外，對於隨著經濟重啟而觸發新週期的威脅，人們所知依然甚少，而疫苗甚或高效治療方法的研發，仍然言之尚早。在這些空檔得到補足之前，人類所受苦難、生產損失和全球衰退時長等方面對經濟的最終破壞規模，不過是憑空猜測罷了。

RBC GAM 首席經濟師 Eric Lascelles 目前正著手研究一個基本個案，假設美國 GDP 會在為期 10 週的時間內產出下跌 15%，然後頗為迅速地恢復。根據該情景預測，2020 年平均年度增長將跌至 -3%。至於加拿大，他預期平均年度增長為 -4%，全球水平也大致類同。美國以外的經濟增長預測值稍弱，反映了經濟結構方面的差異，而非這次健康危機在每個國家境內的相對影響力。重要的是，歷經二月至三月初迅速而大幅度的修正後，這些預測在近兩個禮拜的時間內幾乎沒有動搖。

## 巨量援助

2008/2009 環球金融危機得來的教訓，無疑抑制了 2019 新型冠狀病毒病危機的即時影響，並有望限制因企業停頓和員工休假而導致流動性緊縮演變成償債能力恐慌的威脅。默契十足的迅速減息措施，令借貸者的壓力大減，而且更重要的也許是傳達出央行出手支撐經濟的訊號。美國聯儲局和加拿大銀行雙雙緊急減息 150 個基點，令短期息率跌至近乎零。為緩和金融危機，美國注入財政刺激資金，總額達 1.64 兆美元，佔 GDP 的 11% 之多。<sup>1</sup> 目前，財政刺激措施總額已達到 2.14 兆美元，佔 GDP 的 9.8%。在加拿大，聯邦政府已宣佈總額佔 GDP 4.7% 的紓困措施；至於英國，數字則比美國還要大，佔 GDP 的 16.3%，另外還減息了 65 個基點。

上述種種措施僅於短短 5 週內相繼推出，因為貨幣和財政部門意識到震懾性的速度和龐大規模對遏制金融危機爆發非常關鍵。此外，加拿大和美國有若干項計劃尚未定下限度，目前尚無跡象顯示用於對抗危機的資金有減退之兆。

<sup>1</sup> 《華爾街日報》，2020 年 3 月 26 日，《新型冠狀病毒的經濟刺激措施效法自不良資產救助計劃》，Greg IP 和 Jacob M. Schlesinger

### 固定收入市場重新估值

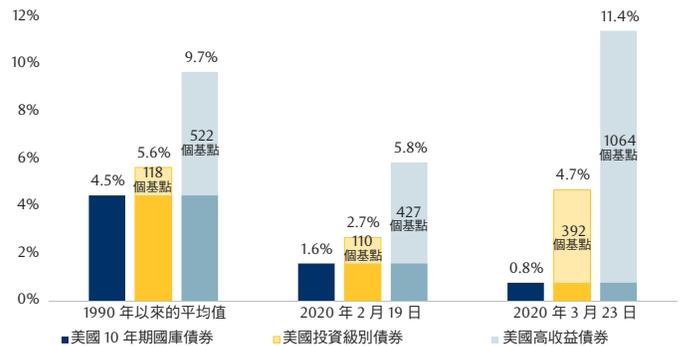
固定收入和股票市場的估值如今引人密切注意。圖表 1 是美國 10 年期國庫債券以及投資級別 (IG) 和高收益率 (HYC) 企業債券在三段不同時期的表現，分別是：過去 30 年的平均值、是次熊市前夕的水平，以及 3 月 23 日股市低谷時的水平。棒內的淺色部分代表對比近乎無風險的主權債替代產品，這些債券的收益率價差或風險溢價。在 2 月 19 日和 3 月 23 日之間，收益率和信用利差的絕對水平變化，實在震懾人心。由於觸底反彈，加上信用利差進入二十年以來最窄水平，投資級別債券的收益率逐漸升高，攀近長期平均值。更令人眼前一亮的是高收益債券市場的高位。這些槓桿化較大的信貸，僅僅用了三個禮拜，收益率就從低於長期平均值 390 個基點，升至高於長期平均值 150 個基點！隨著強力的風險規避措施令政府債券收益率在短時間內跌至一半，IG 市場的信用利差（因接受企業違約風險而獲支付的溢價）近乎翻了兩番至 392 個基點，而高收益債券亦增加超過一倍至 1,064 個基點，令兩者均升至過去 30 年來的矚目水平。

### 股票大挫至低於公允價值

股票估值同樣迎來大洗牌。圖表 2 顯示了美國股市對比其公允價值範圍的變化，採用與基礎通脹和息率一致的正常化收益與估值計算得出。自 2018 年底/2019 年初升至區間中位數以上後，熊市將標準普爾 500 指數推向公允價值範圍的下半部分（該指數在金融危機後的漫長牛市期間，大部分時間在這個範圍徘徊），以及一般會帶來最高和最一致結果及最低平均波幅的估值範圍。

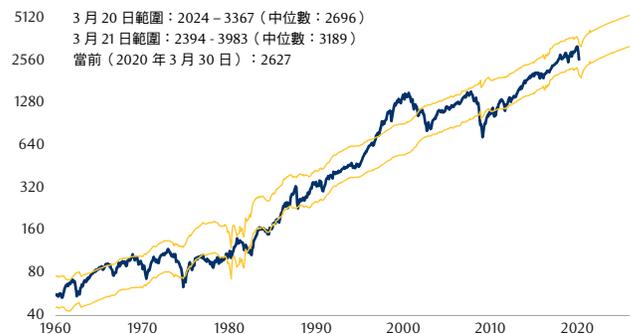
當然，現時估值只是全局的一小部分，因為股價同樣受企業盈利影響。無論何種確認程度，要預測公司的收益，從來並非易事，加上經濟體系大部分行業被逼停頓一段未知時間，要作出相關預測更是近乎不可能。圖表 3 顯示了賣方分析師對今年及來年標普 500 公司收益所達共識的每月變化。對美國市場 2020 年市況最近一次的估計已跌至 160 美元，發生疫情危機前的水平為 172 美元，年初時約為 180 美元。削減不止程度大，而且範圍還很廣，預測 84% 的公司收益下跌，情況接近 2008/2009 年最壞的經驗。

圖表 1：到期收益率



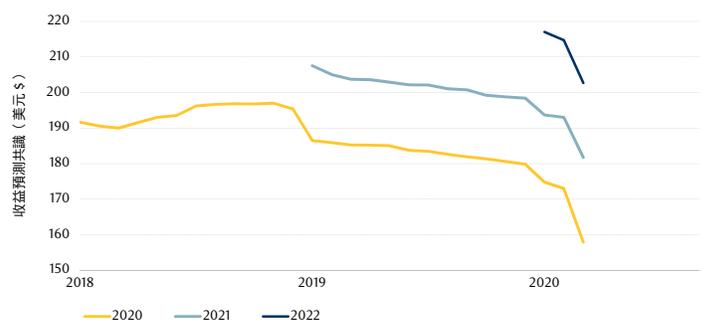
備註：截至 2020 年 3 月 30 日。棒內陰影部分顯示收益率價差與美國 10 年期國庫債券收益率的對比情況。資料來源：ICE BofAML、RBC GAM

圖表 2：標準普爾 500 公允價值  
正常化收益和估值



備註：截至 2020 年 3 月 30 日。公允價值估值僅供舉例說明用途。修正始終為可能的情况，而估值將不會限制系統性衝擊帶來損害的風險。不可直接投資於非受管理的指數。資料來源：RBC GAM

圖表 3：標準普爾 500 指數  
收益預測共識



備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：路透社、彭博

圖表 4 顯示了預估上市公司未來收益情況一個更有用的方法。圖中的波幅線追蹤了標普 500 成分股企業的報告收益——數字與上述賣方分析師預測的雷同。穿越該系列的虛線，是假設盈利以長期平均值每年 5.9% 增長的情況下之應得收益。我們稱之為正常化收益，該數字的變數錨定了我們的公允價值分析。這對目前來說尤其有用，因為我們無從得知是次大停頓的影響有多深、時間有多長。我們確切知道的是，以往每次出現危機、衰退或任何類型的市場干擾後，收益數字都會回復到趨勢線水平。這是因為，實現該等盈利的獨創性和生產力會維持下去，市場最終會恢復常態。現時，標普 500 企業正常化收益為 152.56 美元。以 18.1 的倍數計算的話——這是歷史上與現行及預期息率和通脹維持一致的市盈率——標普 500 的公允價值約為 2,700，並於距今一年後升至約 3,200。

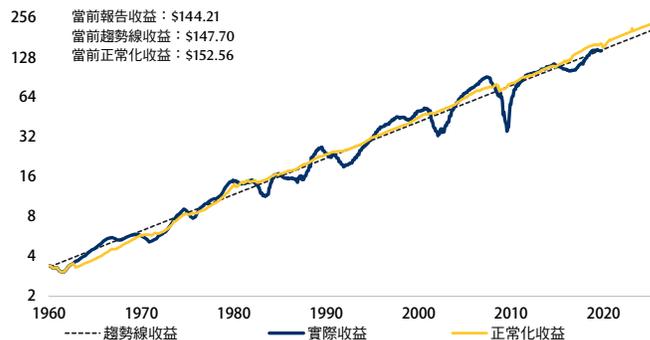
對全球最大市場中的 8 個，我們有著類似的公允價值模型。儘管目前標準普爾 500 指數較現時正常化公允價值低 3%，並於一年後低於該水平 18%，但是若以此為基礎的話，則全球市場可謂更具吸引力。在圖表 5 中，我們綜合了各個市場高於或低於公允價值的差距，各國家或地區的數據由當地 GDP 加權。雖然最新的數據為 -17.6%，與 2009 年全球公允價值的 45% 縮減仍相差甚遠，但是卻反映全球股市已準備好以誘人估值水平復甦。

### 漸現曙光？

遺憾的是，對比目前估值與歷史水平之舉，無法預計股票或其他風險資產何時會迎來持續的逆轉回升。我們固然樂見過去四個交易日內其中三天出現的股票穩健進賬，以及企業債券市場的利差收窄，但是我們亦知道，回顧歷史上的最佳交易日清單，持續熊市期間總是不乏安慰性反彈。不過，或許還是有點希望的。

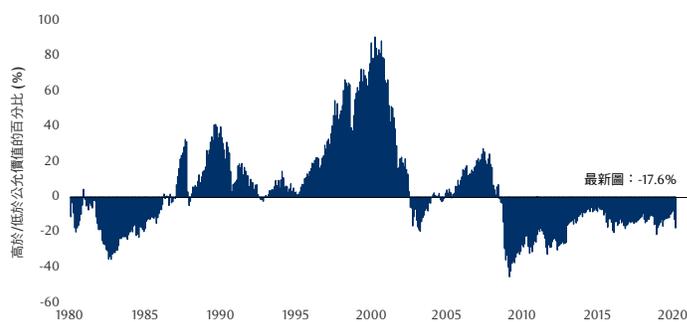
其中一個好消息就是股票投資者信心的可觀變化。圖表 6 反映了美國散戶投資者協會 (AAII) 每週問卷調查受訪者中出現熊市情緒的發生率。這些問卷調查或許並不如希望中可靠或全面，但過去它們確實挺能反映在頗容易預測的週期中貪婪與恐懼之間的平衡。即使邏輯上認為股價飆升會在某一刻限制未來升幅的潛力，長時間得利仍通常會令人對未來充滿信心。對於跌市，情況則相反。上週受訪者熊市情緒發生率升至 50% 以上，剛好步入了經常預示著股票持續攀升的範圍。不過，對那些對市況前景感到樂觀者的對應調查結果尚未達至極端程度，其他市場情緒指標亦反映出某些憂慮，只是程度尚未達到熊市結束時的恐懼水平。

**圖表 4：標準普爾 500 收益報告收益及正常化收益**



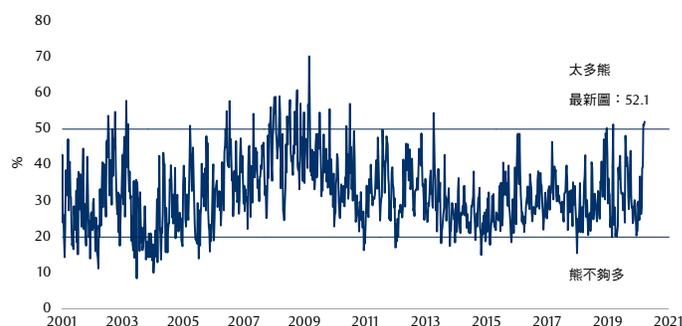
備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：RBC GAM、RBC 資本市場 (RBC Capital Markets)

**圖表 5：全球股市綜合股票市場指數相對於均衡水平**



備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：RBC GAM

**圖表 6：AAII 市場情緒問卷調查熊市情緒百分比**



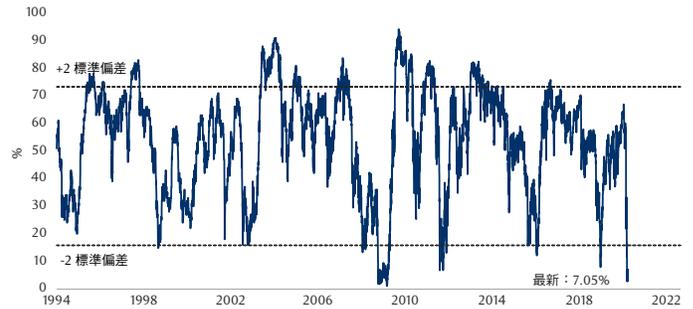
備註：截至 2020 年 3 月 26 日。資料來源：美國散戶投資者協會 (AAII)

價格動量是識別市場拐點的另一個通常有用的工具。圖表 7 顯示了紐約證券交易所股票價位比較過去 200 天移動平均價位的高低情況。圖表 8 與之類同，反映了擁有價格上升動量（衡量股價變化率的指標）的股票比例。在這兩幅圖中，三月份的劇烈調整令這些衡量指標跌至近四十年來的近乎最低水平，僅次於 2008/2009 金融危機最差的日子，而且差幅極微。沽壓可能接近盡頭。

我們不斷審視股市內的經濟板塊，尋找出現利好或利差消息的跡象。圖表 9 顯示兩個最受本次危機影響之標普 GICS 板塊相對於標普 500 的價格（即：GICS 價格指數水平除以標準普爾 500 指數水平）。下跌線反映板塊表現遜於大市，上升線則表示跑贏大市。沒有人會為航空、酒店、度假及郵輪板塊在截至 3 月 23 日的大跌市中慘跌而感到意外。但有趣的是，這些板塊谷底反彈的速度實際上略快於平均，也許反映出市場對最近公佈的政府支援計劃之效率抱有信心，以及這些遭受重創的行業挨過今次危機的機會上升。

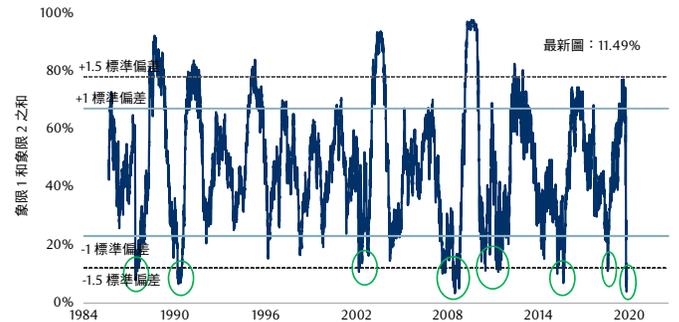
類似地，我們亦留意了歷經衰退和短暫恢復期的投資因素類型和風格。可以將這些視為每間公司內均存在的特征分組，只是程度各有不同。有些顯示為收益或盈利方面的大幅增長。有些則在市場資本化規模上大或小，因而有所區別。隨著投資者將其傾向轉移至某些經濟板塊（例如銀行業 vs 能源業），當時間逐漸過去，個別因素和風格在引領市場方面皆有起跌。這些動態可以讓我們一窺投資者活動和動機，在大部分情況下能讓人感應將來市場走勢。

**圖表 7：紐約股票交易所  
高於 200 天移動平均值的股票百分比 (%)**



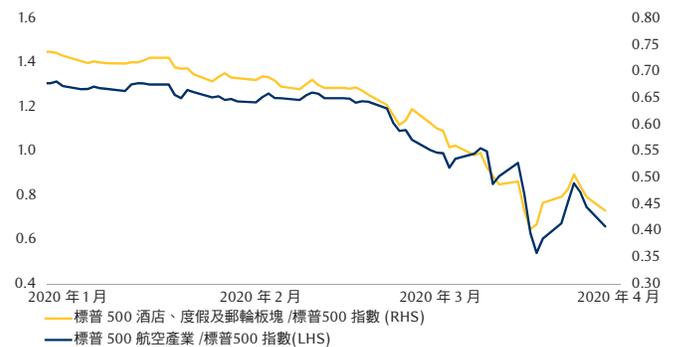
備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：彭博、RBC GAM

**圖表 8：標準普爾 500 指數  
每月股價動量**



備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：RBC GAM

**圖表 9：標準普爾 500 板塊相對表現**



備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：RBC GAM

圖表 10 是 11 種投資風格因素在 2 月 19 日至 3 月 23 日股市大跌期間的表現，以及此後恢復的首天和首週表現。Beta 因素在大跌市期間表現為 -7.5%，主宰了回報率走勢。Beta 因素反映了純粹因為屬於上市股票而產生的動態（試想海潮泛起令所有船隻升高，但在此處則為相反情況）。在該動蕩時期內的其他高影響因素中，槓桿和流動性因素均呈負數，分別為 -2.8% 和 -1.8%。考慮到危機的根源，高槓桿化和非流動性股票淪為大輸家之列，這一點絕不意外。意外的是，Beta 因素的強度達 2.5 至 3.5 倍之高。

為何 Beta 因素主宰了對槓桿化和非流動性股票的脫手？也許是因為最積極的沽出，反映了純粹想離開股票市場的願望。倉促退市是由慌亂的股東以及如孖展等合約責任造成的強制沽出所導致。很有可能這些最積極沽出的投資者寧願拋棄其槓桿化和非流動程度最高的股票，但他們的主要焦點是賣出點甚麼，而這些範疇的競價幾乎可以肯定相當稀有，亦極不可能提供大市其他範疇所具的規模。

在過去一週內，Beta 再次成為領先因素，不過這一次隨著投資者紛紛回歸，市場邁入恢復階段。槓桿和非流動股票仍錄得負回報，但是收益率的價值因素（低於平均市盈率的股票）加入了動量（擁有穩健近期價格趨勢的公司）大軍之中，化身為領先和正面的因素。價值常在牛市初期趨前，因此收益率作為領先風格的出現，實在值得觀望。

### 由此刻起，何去何從？

近零息率和特別支援計劃的迅速出現，應足以阻止經濟自由下墜。估值的新一波低谷或已開始將競價氣氛帶回市場上。不過，2019 新型冠狀病毒患者數量仍在全球範圍內攀升，在英、美、加三地快速增加。未來數週定會為市場帶來極具挑戰性的新鮮事。有紀律地選擇證券和管理投資組合，從未變得如此重要。

其中一種思路，是基於收益恢復正常化水平的所需時間，預測股票市場回報率。樂觀做法是將恢復期定為一年，並假設當時的「正常」市盈率為 18.9，從而推測股票的總回報率為 12.1%。至於較審慎的做法，則是將恢復期定為三年甚至四年，將複合總回報率減至 4.1% 至 5.5%——如此合理而並不過火。

圖表 10：Barra 全球風格因素回報率

因素	高峰-谷底		
	2020年2月20日至2020年3月23日	2020年3月24日	2020年3月24日至2020年3月30日
規模	1.5%	0.6%	0.4%
增長	0.1%	-0.1%	-0.1%
收益率	-0.2%	0.4%	0.8%
動量	-0.2%	-0.1%	0.7%
規模非線性	-0.4%	0.2%	0.7%
淨值市價比	-1.2%	-0.5%	-0.9%
股息收益率	-1.6%	-0.2%	0.1%
流動性	-1.8%	0.3%	-0.7%
殘差波動率	-2.3%	0.0%	0.2%
槓桿情況	-2.8%	-0.1%	-0.4%
Beta	-7.5%	3.6%	4.5%

備註：截至 2020 年 3 月 30 日。資料來源：MSCI、RBC GAM

我們亦已考慮到長期。正如我們在 2020 年 3 月 13 日的《最新市場消息》中提及，全球經濟的結構性變化似乎將令主權債券息率在未來許多年維持在歷史低位。當危機解除，預計收益率將迎來一些反彈，但是卻不大可能恢復至退休金和其他長期儲蓄計劃之假定回報率的水平。要達成這些計劃原定目標，需要一套積極的資產管理方針並把握機遇。這段經歷嚴重干擾的時期，已經帶來風險資產建倉的機會，入手價位將為有耐心和紀律的投資者改善長遠成果。

## 披露聲明

本文件由加拿大皇家銀行環球資產管理 (RBC GAM) 提供，僅作參考資料用途，並以標註日期當時為準；未經 RBC GAM 或其此處所列出之關聯實體書面同意，不得重製、分發或發佈本文件。本文件恕不構成在任何司法管轄區內買賣任何證券、產品或服務的要約或請求。若任何司法管轄區禁止分發本文件，本文件恕不向該等司法管轄區的人士分發提供。

RBC GAM 是加拿大皇家銀行 (RBC) 的資產管理業務部分，RBC 旗下包括 RBC 環球資產管理公司 [RBC Global Asset Management Inc.]、RBC 環球資產管理 (美國) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.]、RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited]、RBC 環球資產管理 (亞洲) 有限公司 [RBC Global Asset Management (Asia) Limited]，以及 BlueBay 資產管理有限責任公司 [BlueBay Asset Management LLP]；該等公司各自獨立經營，均為 RBC 的關聯附屬公司。

在加拿大，本文件由 RBC 環球資產管理公司 (包括 PH&N Institutional) 提供，該公司受其註冊所在地的各省級及地區證券監管委員會所監管。在美國，本文件由 RBC 環球資產管理 (美國) 公司提供；該公司為聯邦註冊投資顧問行。在歐洲，本文件由 RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司提供；該公司受英國金融行為監管局授權及監管。在亞洲，本文件由 RBC 環球資產管理 (亞洲) 有限公司提供；該公司已向香港證券及期貨事務監察委員會註冊。

本文件未經任何證券監管機構或其他監管機構審查或向其註冊；在適當情況下，本文件可由上面列出的實體在其相應司法管轄區中分發。如需更多關於 RBC GAM 的資訊，敬請瀏覽 [www.rbcgam.com](http://www.rbcgam.com)。

本文件無意在此提供任何法律、會計、稅務、投資、財務或其他意見，任何人士也不應依賴此等資訊作為相關建議。RBC GAM 採取合理措施以提供最新的、準確的及可靠的資訊，並認為這些資訊在印刷時符合上述原則。RBC GAM 保留隨時更改、修正和終止發佈有關資訊的權利，恕不另行通知。

本文件所載的任何投資和經濟展望資訊由 RBC GAM 自不同來源整合歸納得出。從第三方處獲得的資訊被認為是可靠的，惟 RBC GAM、其關聯公司或任何其他人士對該等資訊的準確性、完整度與正確性不作任何明示或暗示的申明或保證。RBC GAM 及其聯營公司對本報告的任何錯誤或遺漏概不負責。

過往業績表現無法反映將來結果。所有投資均存在虧損部分或全部投資金額的風險。本文件中展示回報估算之處僅作演示說明用途，不應視作對於回報的預測；實際回報可能高於或低於所展示者，且可能有較大區別，尤其是在較短的時間段內。不可直接投資於指數。

本文件所載的部分陳述可能被視為具前瞻性，提供對未來結果或事件的當前預期或預測。前瞻性陳述並不能保證未來的表現或事件，當中涉及風險與不確定因素。切莫過度依賴這些陳述，因為基於不同因素之故，實際結果或事件可能與該等前瞻性陳述中的內容有很大出入。我們建議閣下作出任何投資決定前，先仔細考慮所有相關因素。

®/™ 表示加拿大皇家銀行的商標。未經許可不得使用。  
© RBC 環球資產管理公司 2020 年版權所有

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. 若中英文版本之間存在任何矛盾或不明確之處，以英文版為準。本中文版僅供參考。

發佈日期：2020 年 3 月 31 日

(31/3/2020)

MARKET UPDATE - APRIL 2020\_TC\_ZH\_VER\_RR\_RBC1020579\_ZH-HK 04/08/2020

