



2018年2月9日

## 對於近日股市急跌的解讀

對於近日美股、以至全球股市出現急挫，我們有以下的看法：

1. 首先，先要搞清楚，相對於今年1月份、以至2017年全年的升幅，近日的跌幅並不算大  
雖然近日全球有不少股市錄得接近10%、甚至高於10%的跌幅，但相比起2018年1月份的升幅、甚至是2017年全年的升幅，最近的跌幅其實並不算十分大。舉例來說，美股(道瓊斯工業平均指數)在2018年第一個月就錄得5.8%的升幅，而2017年全年就錄得25%的升幅，總升幅達31%。截止今個星期四(2月8日)，美股從最高位下跌了10.3%，相對只是過去一年升浪的1/3左右(現水平只是回調至上年11月底的水平)。如果以香港恒生指數計，港股在今年1月份上升了9.9%，而2017年上升了36%，即使現時從最高位回落達11%，只是回調過去一年升幅的1/5左右。

美國道瓊斯工業平均指數：即使計入近日約10%的跌幅，美股年初至今只是下跌了3.4%，亦只是返回上年11月底的水平



資料來源：彭博

香港恒生指數：即使計入近日約 11% 的跌幅，港股年初至今只是下跌了 1.3%，亦只是返回上年 12 月底的水平



資料來源：彭博

## 2. 我們自上年第四季已對股市的急升(特別是今年 1 月份的急升)存在戒心

先表明立場，我們自上年第四季起，已對股市持較保守的態度，因為我們認為股市的上升速度已明顯超出基本因素，令不少股市有股值過高、或出現超買的情況(超買的情況在今年 1 月份更加明顯)。我們常引用的例子有兩個，一個是美國標普 500 指數，在今年 1 月時，標普 500 的歷史市盈率為 23 倍以上，足足比過去十年的平均值 17.4 倍高得多(即使計入減稅、企業盈利上升等因素，標普 500 的預測市盈率也超過 20 倍)，股值並不便宜。另一個例子是年初股價出現急升的建設銀行，2017 年 12 月中時，建行的股價才 \$6.6-6.7，但在短短的個多月之間，其股價急升近 40% 至最高 \$9.39，這裏我們常引用幾個問題，一、建行的盈利前景在最近有出現大幅改善嗎？二、中國政府對銀行業的政策在最近有出現利好的改變嗎？三、市場上最近有出現甚麼特別利好的因素，令其股價突然急升？對於以上三個問題，由於我們並未能找到十分充足的支持理據，所以我們亦對其股價的急升存在著特別大的戒心。所以，過去一週股市所出現的調整，對於我們來說並不感到出奇(因為我們期待如此的調整已有一段的時間)，亦覺得調整是合理(調整的出現只是時間的問題)，因為過去一段時間股市真的是升得太急、太多了。

## 美國標普 500 指數市盈率



資料來源：彭博

## 美國標普 500 指數預測市盈率



資料來源：彭博



## 建設銀行股價



資料來源：彭博

### 3. 觸發今次市場急跌背後的原因

事實上，今次跌市背後的原因並不多，如果真的要找尋原因的話，相信是和近日美國(以至歐洲)債息持續上升有關。債息上升令投資者感到壓力(包括是對資產價格、和擔心經濟增長前景會受息口上升所影響)，從而觸發股市出現下挫。而市場突然對債息上升感到擔憂，應該是和2月2日美國政府所公佈的就業市場數據有關。2月2日當晚，美國政府如常公佈過去一個月的就業市場統計報告，結果職位增長錄得20萬(增長比市場預期的多)、失業率維持在4.1%不變(和市場預期一樣)、而工資按年錄得2.9%的升幅(升幅大幅優於市場預期)。正正由於工資升幅大幅優於市場預期，令市場擔心工資上升會對通脹帶來壓力，從而迫令聯儲局要加快加息的步伐。

## 美國工資按年增長



資料來源：彭博

美國 10 年期國債孳息率：在加息預期升溫下，美國 10 年期國債孳息率亦在過去一段時間錄得明顯的上升(從上年年底的 2.4%，上升至現時的 2.8%)



資料來源：彭博

不過，雖然息口上升是會對資產價格(包括股價)帶來下調壓力，但我們不應將這次的股市急跌完全歸究於和息口上升有關。首先，我們認為息口上升只是急跌的觸發點，背後更實在的原因應該是過去股市上升得太多太急，令股值變得較貴，令調整的出現只是時間上的問題。當然，另外一個加劇本週跌勢的原因，相信是和投資者反應突然變得恐慌、加上一些程式止蝕賣盤被觸發有

關。過去一年多，美股處於有史以來最低波幅的一年。在過去一年，美股不但沒有出現過大跌、甚至連 2% 以上的調整也沒出現過，而且，反映風險參數的波動指數長期處於 10 或以下，反映市場也不預期有巨大的波動會出現。所以，當市場一旦出現較明顯的下跌，由於投資者已有一段時間沒有見過調整、令市場恐慌的情緒突然增加，對股市造成骨牌下跌的效應。另外，現時電腦程式買賣的流行，亦很容易令市場在出現下跌時，因為程式觸發止蝕賣盤的關係，令市場一下子湧入更多的賣盤，令跌況加劇。

波動指數：2017 年波動指數長期處於 10 左右的低位，但今個星期，波動指數大幅抽升至最高 50，反映投資者的恐慌情緒突然大幅增加



資料來源：彭博

美股走勢(2月5日)：很明顯，美股在跌至 24,800 時突然跌幅大幅加劇(10 分鐘之內跌多 800 點)，相信很可能是受到一些程式止蝕賣盤所影響



資料來源：彭博

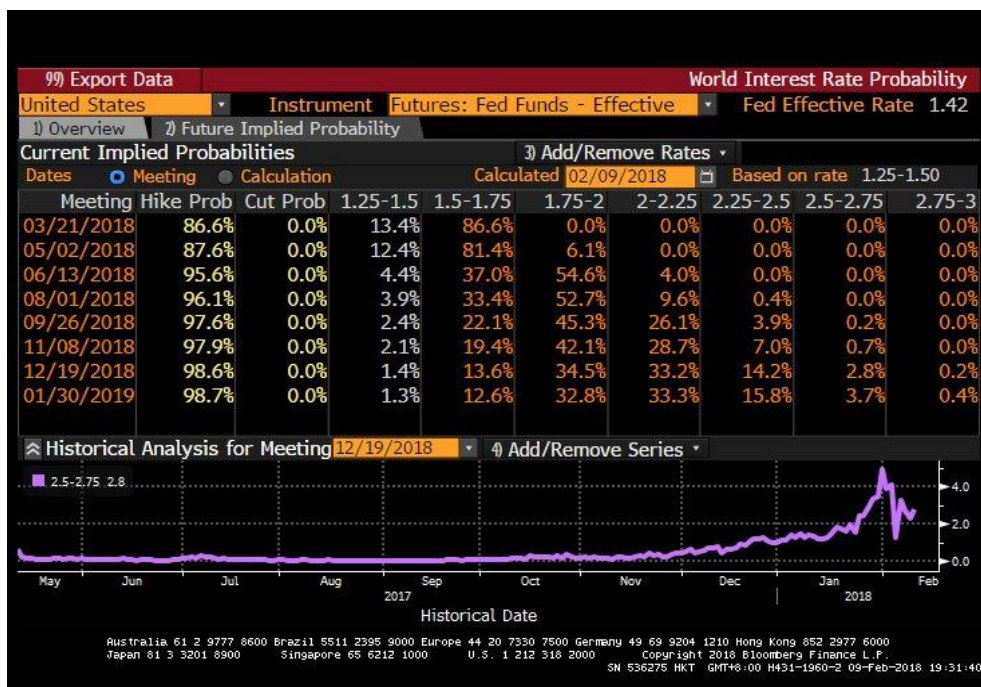


#### 4. 最重要的是，基本因素並沒有出現轉壞

當然，債息上升對股市來說是一個不利的因素，但除了債息上升之外，其他基本因素並沒有出現轉壞的情況。首先，雖然我們也認為美國聯儲局在今年會加息三次左右，而十年期國債孳息率有可能從現時的 2.8% 進一步上升至 3% 或以上，這當然會對股市帶來壓力，但大家要明白，加息不是最近幾天才發生。美國十年期國債孳息率上升已出現了超過一個月的時間，而聯儲局啟動加息更已是兩年前的事情。雖然近日市場對今年聯儲局加息總幅度的預期確實有升溫的情況，但升溫的幅度也並不誇張，只是由早前預期聯儲局在今年內加息 2-3 次，升溫至現時預期今年內加息 3-4 次(所以實情只是相差一次而已)。而且，根據聯儲局一向的作風，它們在加息上總是偏向較保守，所以要聯儲局突然變得極度鷹派，我們認為可能性根本並不高。

而實情是，根據利率期貨市場所反映，現時市場並沒有太多人相信聯儲局在今年內可加息五次或以上，現時市場認為發生的機會率只有 4% 左右(紫色綫)。

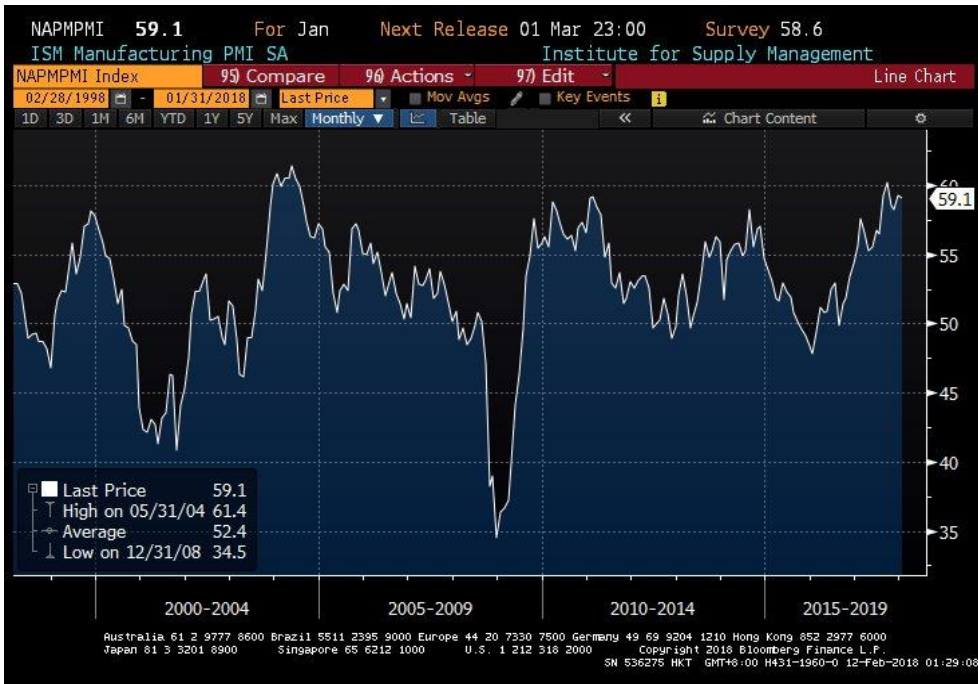
美國利率期貨市場：現時市場認為只有 4% 的可能性聯儲局在今年內會加息五次或以上(所以這個可能性根本不高)



資料來源：彭博

而除了債息上升這個不利因素之外，我們找不到市場上有其他的負面因素出現。例如，美國經濟前景仍然維持著不錯的勢頭，如近日公佈的就業數據，失業率維持在接近歷史的低位、製造業和服務業指數也錄得明顯的擴張、而零售銷售亦持續錄得不錯的增長。另一方面，美國政府在上年年底落實的減稅計劃相信亦會對企業盈利和刺激消費帶來一定程度的利好作用。歐洲方面，經濟維持著良好的復甦勢頭，不管是製造業、出口等均持續錄得不錯的上升。雖然有投資者擔心經濟持續向好有可能令歐洲央行在不久將來啟動貨幣政策收水，但我們相信在今年內發生的可能性並不太大。而且，即使歐洲央行真的啟動收水，相信啟動初期收水的規模亦不會太大，變相歐元區的貨幣政策在未來 1-2 年仍會維持著十分寬鬆、有利於經濟和股市發展的水平。

## 美國製造業指數



資料來源：彭博

## 美國個人零售銷售



資料來源：彭博

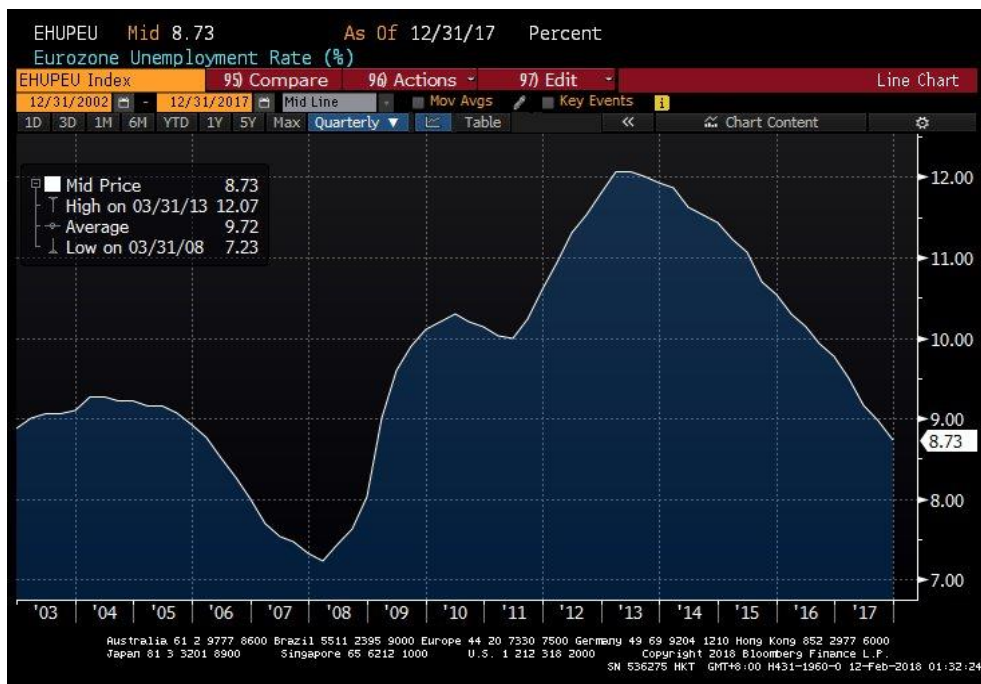


## 歐元區製造業指數



資料來源：彭博

## 歐元區失業率



資料來源：彭博

### 5. 我們相信只要股值回落至合理水平，股市就開始出現支持

首先，對於今次股市急跌，我們認為最終不用太擔心，因為這並不是牛轉熊的先兆。今次的跌市絕對不會是像 1997 年、2007 年般的大崩市，因為基本因素沒有出現轉壞的情況(基本因素仍然維持良好，只是過去一年股市升得太急太多而已)。

至於股市會否進一步下跌、而進一步下跌的空間有多少？對於這方面，我們認為只要股值回落至合理的水平，股市就會有支持。事實上，這方面我們對美股較有信心，因為美國經濟四平八穩、而且企業盈利交到功課，現時的下跌只是中線的調整而已。我們認為從現水平計，美股再跌的空間應不會多於 5%(即以道指計，22,600 應有足夠的支持)，因為若美股從現水平再跌 5%，預測市盈率將回落至不足 16 倍(回到吸引和全理的水平)。至於港股，我們現時還沒有信心給與一個底部的預測，因為港股上年的升幅確實十分大、加上港股受到熱錢流入流出的影響較大，所以有可能需要一個比美股更深的調整也說不定。

**美股預測市盈率：若美股從現水平再跌 5%，預測市盈率將回落至不足 16 倍，這水平相信已足夠吸引投資者再度入市支持美股**



資料來源：彭博

除非另外註明，所有數據、資料及圖表摘自華爾街日報，彭博及 Haver Analytics。

**豁免責任重要聲明：**

此文件主要為內部專業顧問參閱而編製，所載之任何資料並不構成任何買賣或促使買賣證券的要約或採取任何投資策略之建議，儘管我們相信此文件所載之資料均獲取或編纂自可靠來源，安柏環球金融集團有限公司、其聯營公司及作者並不會就任何該等資料的準確性、適合性或完整性作出任何保證。安柏環球金融集團有限公司或其聯營公司之任何董事或僱員或作者並不會就任何該等資料的任何錯誤或遺漏承擔任何責任。作者之觀點可隨時更改而無需通知此文件之收件人。過往業績並不代表將來表現，兌換率及市場之波動亦可能導致任何投資之價格及收益上升或大幅下跌。如對本文件所載之任何資料有任何疑問，請自行諮詢其他專業意見。

如有任何意見或查詢，請電郵至 enquiries@amgwealth.com 與我們聯絡。

安柏環球金融集團  
 香港干諾道西一一八號四十樓  
 電話: (852) 3970 9531 傳真: (852) 3426 2650