

關於拐點的省思

未來將何去何從？



Jurrien Timmer

富達全球資產配置部
全球宏觀總監

關鍵提示

- 雖然許多經濟體都已經過渡至經濟週期的中期階段，但可能仍有許多中期利益值得期待。
- 雖然此週期的盈利可能不如過去幾季那麼亮眼（且其增長率也已經達到頂峰），但我認為未來依然會有不錯的盈利。
- 可能會破壞傳統市場發展的因素，包括美聯儲縮減購債規模以及美國國會的鉅額財政刺激方案正在等待核准。
- 現在可能是考量市場轉移的良好時機，無論是從增長型股轉到價值型股，還是從美股到非美股。
- 在此同時，股票分析師在對資產配置進行任何大規模變動之前，最好先等待相對盈利出現更清楚的反轉訊號。

財報季即將結束，而這一輪可能非常關鍵。在歷經幾季財報遠優於預期之後，我認為這一次儘管增長率仍為正值，但可能沒那麼亮眼。在第一季增長54%及第二季增長96%後，第三季每股盈利（EPS）預期增長率為28%。雖然整體盈利增長率仍可能高於預期，但我懷疑本季是否能夠達到過去兩季的百分之三十。

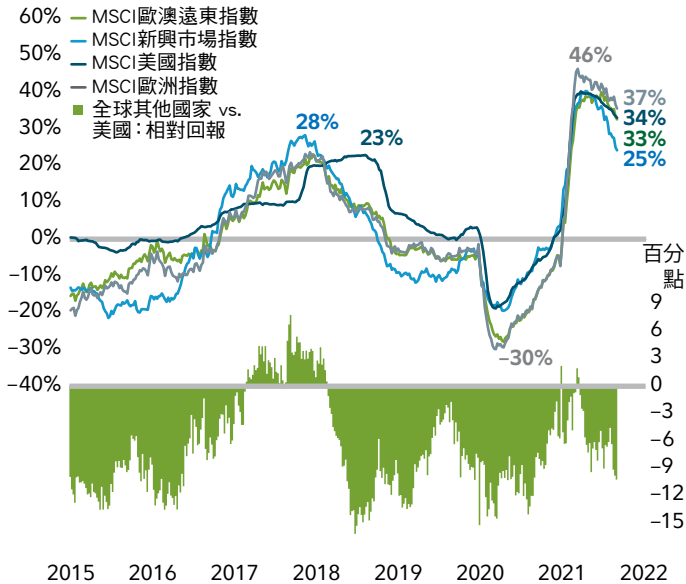
以下是我的理解：首先，從過去經驗來看，除極少數情況外，價格通常會隨盈利變動。盈利大幅下滑時往往會產生正回報，因為盈利負增長通常發生在市場底部，而盈利大幅正增長似乎與回報並無顯著相關性。從過去經驗來看，當盈利增長超過30%時，收益與價格的迴歸就會趨於穩定。換句話說，極高的盈利增長通常並不會為投資人帶來超額回報，因為這種情況往往不可持續。2018年川普實施減稅政策後就發生了這種情況。

其次，我認為此週期的預測盈利增長率已達到頂點。這種情況本身並非壞事，不過我認為可以將其視為增長可能開始減弱的強勁指標。對我來說，全球盈利走向看起來就像是自週期初段過渡到週期中段的典型情況（附表1）。

第三，估值已經開始下滑。截至撰寫本文時，標普500指數的遠期市盈率（P/E）已下降了三個百分點，從23倍降至20倍，而且我認為未來還會繼續下滑。

附表1：截至目前為止，盈利顯然與經濟週期趨勢一致。

全球盈利增長：預計遠期EPS與相對回報的變動



EPS：每股盈利。遠期預測為NTM數值，亦即未來12個月數值，以年同比指標衡量。MSCI歐澳遠東指數，衡量了美國與加拿大以外的已開發市場。下方區塊：MSCI美國指數代表美國市場，MSCI全球所有國家（不含美國）指數代表全球其他國家。相對回報是以MSCI全球所有國家（不含美國）指數的總回報減去MSCI美國指數的總回報，並以每週的年比數值表示。相關指數定義請參閱附錄。資料來源：富達投資、Bloomberg Finance LP；截至2021年10月31日的每週數據。

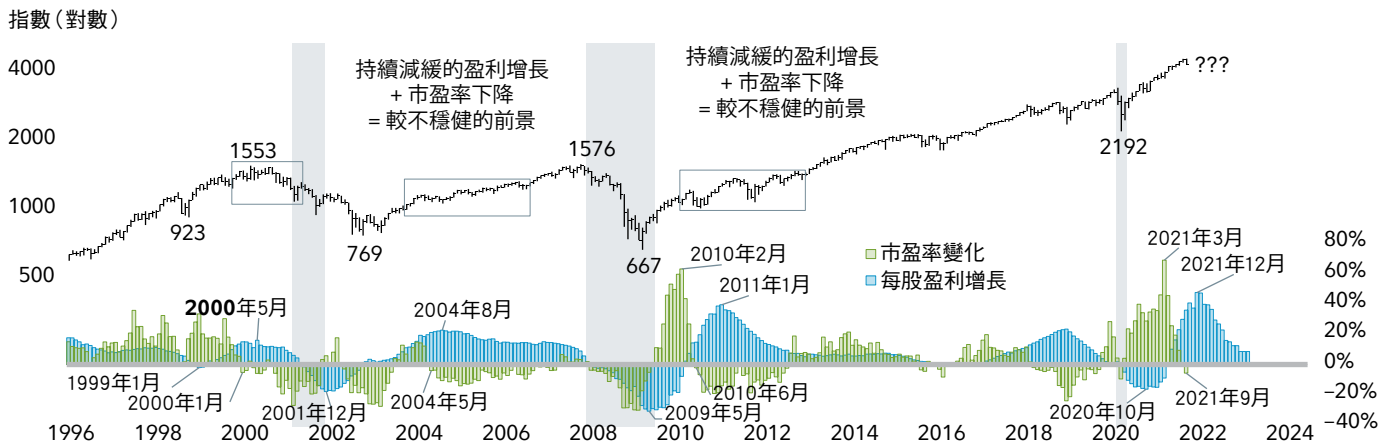
依據我的經驗，此等發展組合，就是典型的週期中段表現。回顧過去數十年，在週期初段經濟復甦時，股票市場都會出現一系列相當明顯的事件（附表2）。從過去經驗來看：首先是市場觸底，接著盈利也會在幾個季度後觸底。在下表中，盈利增長以藍色長條表示並延伸至2022年（包含目前的預測值）。在這兩個拐點之間，市盈率倍數（綠色長條）通常會出現顯著增長。在市盈率變動百分比達到高點後，盈利增長率就會轉正，接著市盈率變動百分比會轉負，隨後盈利增長率就會達到高點。

在這一系列事件之後，通常會有一段盈利增長緩慢（但仍為正增長）的時期，市盈率倍數也會降低。結果：隨著牛市從週期初段的V型轉向更符合趨勢線的週期中段，股票市場失去其陡峭的上行斜率。

不過在此過渡期間，偶爾會出現不穩定的狀態。附表2亦顯示了該等異常回落情況，發生在2010年以及2004年，但事後證實此等情況僅為週期性牛市的暫時修正（雖然時間可能會長到令人不安）。此外，我認為從季節性角度來看，我們可能正處於此等不穩定狀態。標普500在10月中旬進行了修正，不過我認為季節性因素已經有所改善，因此我們也許已經渡過了最壞的時期。無論如何，

附表2：廣義而言，市場通常依循一系列步驟重複發展。

預計遠期盈利與估值之比較：全球已開發市場



陰影區域代表經濟衰退。全球已開發市場以「MSCI全球指數」（MSCI World Index）表示。EPS：每股盈利。預計遠期EPS為NTM數值，亦即未來12個月數值。P/E：市盈率。資料來源：富達投資、Bloomberg Finance LP；截至2021年10月31日的每月數據。

依據上述市場發展順序，從現在起市場的表現，可能將明顯不如過去18個月左右那麼強勁（但過往業績並非未來業績的保證）。

對股票市場來說，目前的重大問題在於，隨著利率再度開始變動，價值股是否會重新引領市場。從過去經驗來看，長期增長型股票與利率存在著極大的反向關係，而週期型股（尤其是金融板塊與能源板塊）相對於價值型股的表現在歷史上都會與上揚的殖利率呈現正相關。因此，理論上來說，若債券殖利率上揚至新的平衡點（譬如：10年期國債為2%），則價值型股可能將會取得優勢。

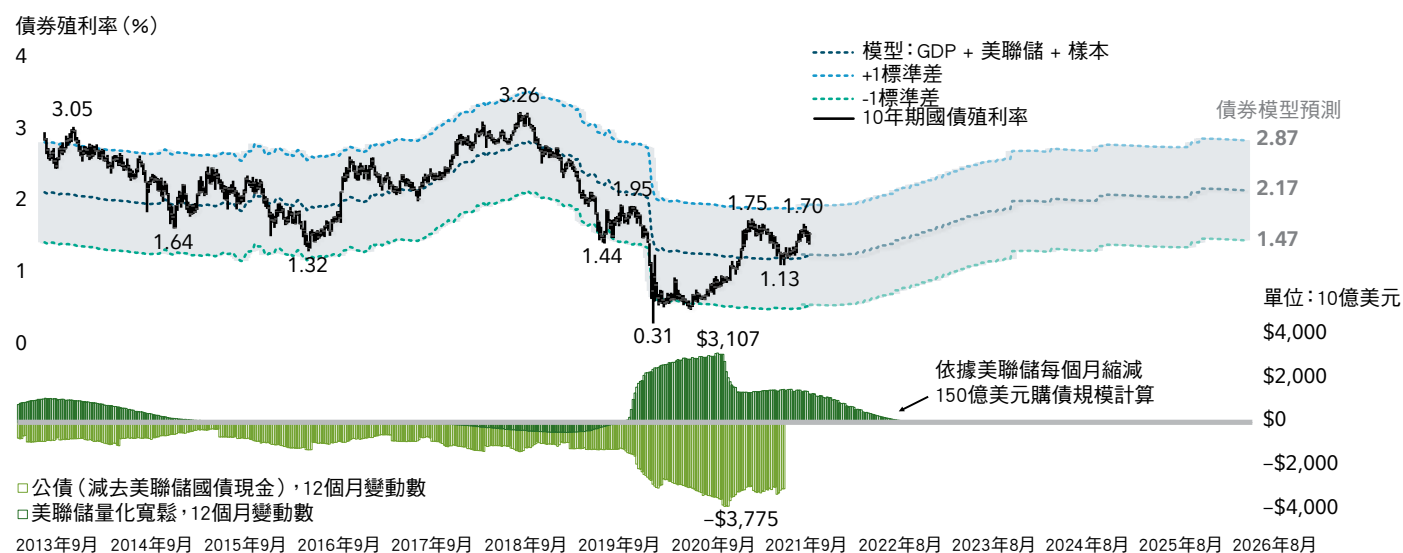
美國勞動部10月份發佈的就業報告並未阻止美聯儲開始執行其於「聯邦公開市場委員會」（Federal Open Market Committee）11月份會議宣揚的緊縮計劃。對我來說，這代表2022年債券市場的供需狀況，可能會與我們在去年看到的完全相反（附表3）。由於美國財政部的現金部位已經

見底，其於2021年發行的債券比過去來得少，但美聯儲仍每個月持續購入1,200億美元的政府公債以支撐經濟繼續發展。在2022年，未來兩輪國會財政開支方案獲得資金挹注，可能正好會與美聯儲逐步讓量化寬鬆退場同時發生。

對股票市場而言，相關問題在於，從增長型股到價值型股的輪動，是否將有益於非美國股市。原則上，這種狀況應對非美國股市有利，不過看了看美國以外的已開發市場與新興市場（尤其是中國）的盈利狀況，我認為還是應該謹慎一些。

附表3：對美聯儲（以及固定收益市場）來說，反轉是公平合理的。

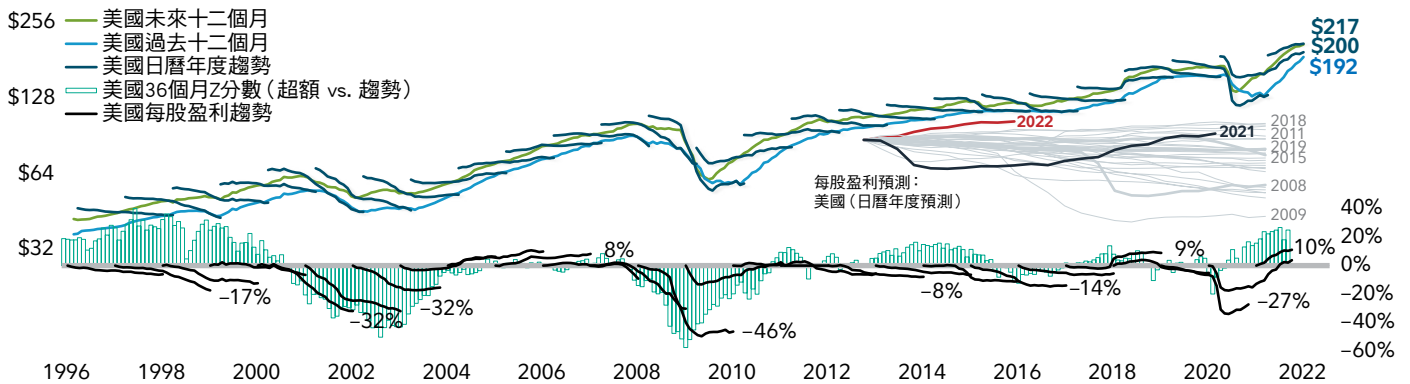
美國債券市場績效與貨幣政策



QE：量化寬鬆。GDP：國內生產總值。Std dev：標準差，衡量數據組相對於其平均值的分散程度。在正常分佈中，數據組的數值有68%落在平均值±1個標準差之間。資料來源：富達投資；截至2021年9月30日的每週數據。

附表4：美股盈利預測繼續遵循以往模式。

每股盈利預測的日曆年度發展：美國



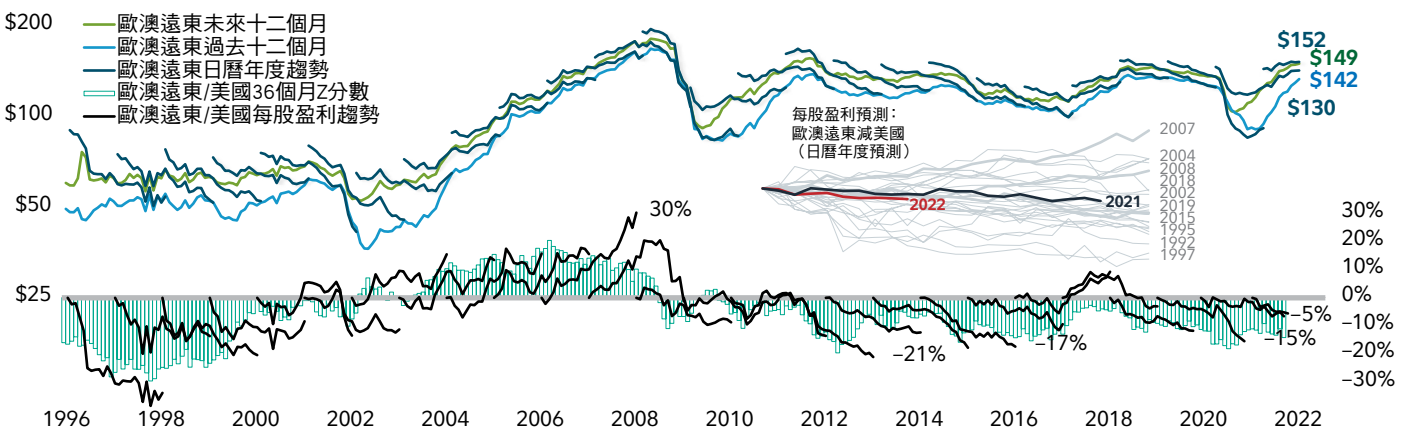
EPS：每股盈利。美國：MSCI美國總回報指數（MSCI USA Total Return Index）。NTM：未來12個月。LTM：過去12個月。Z分數：特定數值分佈相對於全部數據平均值的排名，以標準差單位衡量。若數值落在平均值上方（下方），則Z分數為正（負）。資料來源：Datastream、MSCI；每月數據。特別感謝富達資深市場數據分析師Sam Houston-Read。

附表4（上表）為各日曆年度美股盈利的共識預測，以逐月進展顯示。此預測從各日曆年度前一年的二月計算到該日曆年度第二年的二月。上方區塊顯示以美元計算的預測值，下方區塊則顯示自每條「波浪線」起點的發展。綠色長條代表「MSCI美國指數」（MSCI USA Index）的36個月Z分數（Z分數表示特定數值相對於數據集平均值的標準偏差）。此圖表說明了盈利預測共識通常會開始過高，然後逐漸向下調整。從過去超過25年的歷史來看，除經濟週期拐點外，市場通常不會受到這種「趨勢」的影響。

美國以外的其他已開發市場則稍有不同，尤其在與美國市場相比較時更是如此（附表5）。附表5使用的盈利數據類型與前一個附表相同，可見上方區塊顯示了類似的發展。下方區塊所顯示的「MSCI歐澳遠東指數」（MSCI EAFE Index）盈利發展狀況，與我們在「MSCI美國指數」所觀察到的類似。但差別在於下方區塊顯示了相對趨勢，亦即「MSCI歐澳遠東指數」盈利預測佔「MSCI美國指數」盈利預測的百分比，與兩個指數相對回報（即「MSCI歐澳遠東指數回報」佔「MSCI美國指數回報」的百分比）的Z

附表5：美國以外市場的盈利與績效是否受美國結果所影響？

每股盈利預測的日曆年度發展：美國以外已開發市場與美國市場比較



EPS：每股盈利。歐澳遠東：MSCI歐澳遠東總回報指數（MSCI EAFE Total Return Index）。美國：MSCI美國總回報指數（MSCI USA Total Return Index）。CY：日曆年度。Z分數：特定數值分佈相對於全部數據平均值的排名，以標準差單位衡量。若數值落在平均值上方（下方），則Z分數為正（負）。資料來源：Datastream、MSCI；每月數據。

分數相重疊。如前所述，Z分數表示一組數值中的某個特定數值與均值之間的差異（以標準差衡量）。鑒於各指數歷來都有均值回歸的趨勢，附表5的低（負）Z分數可能代表了相對估值具吸引力，反之亦然。更重要的是，在結合了相對趨勢與相對Z分數後，我認為附表5顯示出相對盈利與相對績效之間具有強烈的相關性。對股票分析師而言，這也就表示：只要能正確預測盈利，績效預測也會隨之得出。

我在這裡並沒有列出來，不過若從新興市場與美國市場之間的盈利修正與相對績效關係來看，新興市場整體而言與其他已開發市場類似，亦即相對盈利與相對績效之間具有非常清楚的關聯。此外，已開發市場與新興市場以美元計價的每股盈利預測，都同樣維持在接近或低於2010年高點的水準。我認為此等相關性，恰恰顯示了美國在過去幾年創造盈利的能力。

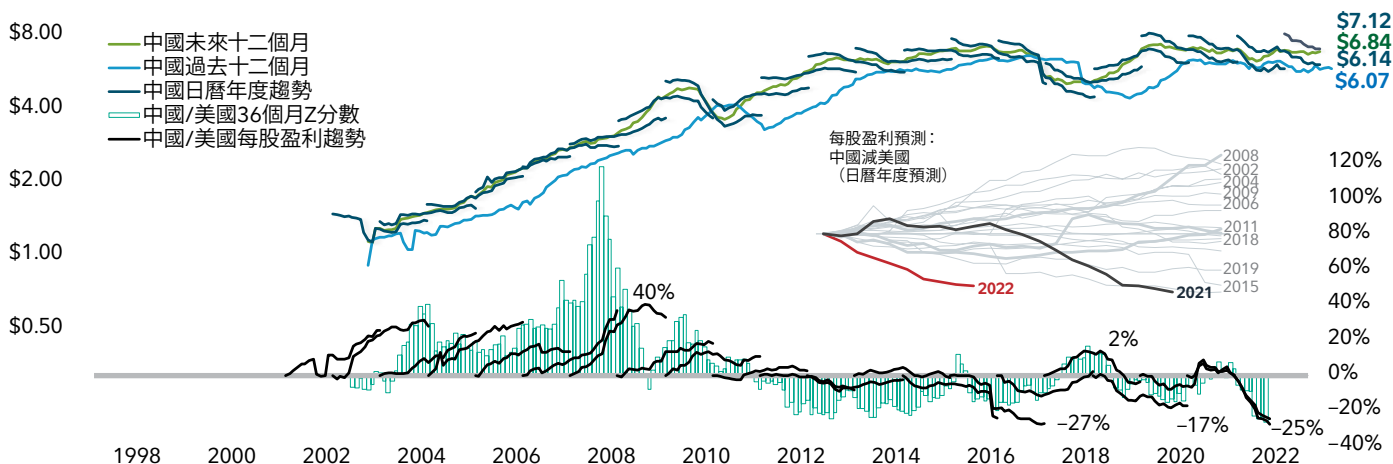
接下來得提提中國（附表6）。若與美國相比，MSCI中國

指數（MSCI China Index）的盈利發展幾近崩潰。附表顯示了2021年與2022年是中國市場相對修正表現最差的兩年。

我們在選擇投資非美國股票還是投資美國股票時，經常關注在估值折價上面，不過從此等圖表看來，我認為盈利才是分析師們應該關注的重點。我認為，價格隨盈利變動，就這麼簡單。

另外一個分析美國及美國以外市場盈利發展的方法，是將其並排比較。（附表7）。與其他已開發市場相比，美國市場的預測曲線非常平滑，這可能意味著美國市場更加有效。（將美國與新興市場進行比較，也有類似的情況。）另外，我們可以看到過去幾年來美國市場的發展相對較為正面（持續向上），而歐澳遠東市場的盈利多年來進展甚微。雖然與中國相比似乎有些許差異（下方區塊），但仔細觀察便會發現其實大致相同。

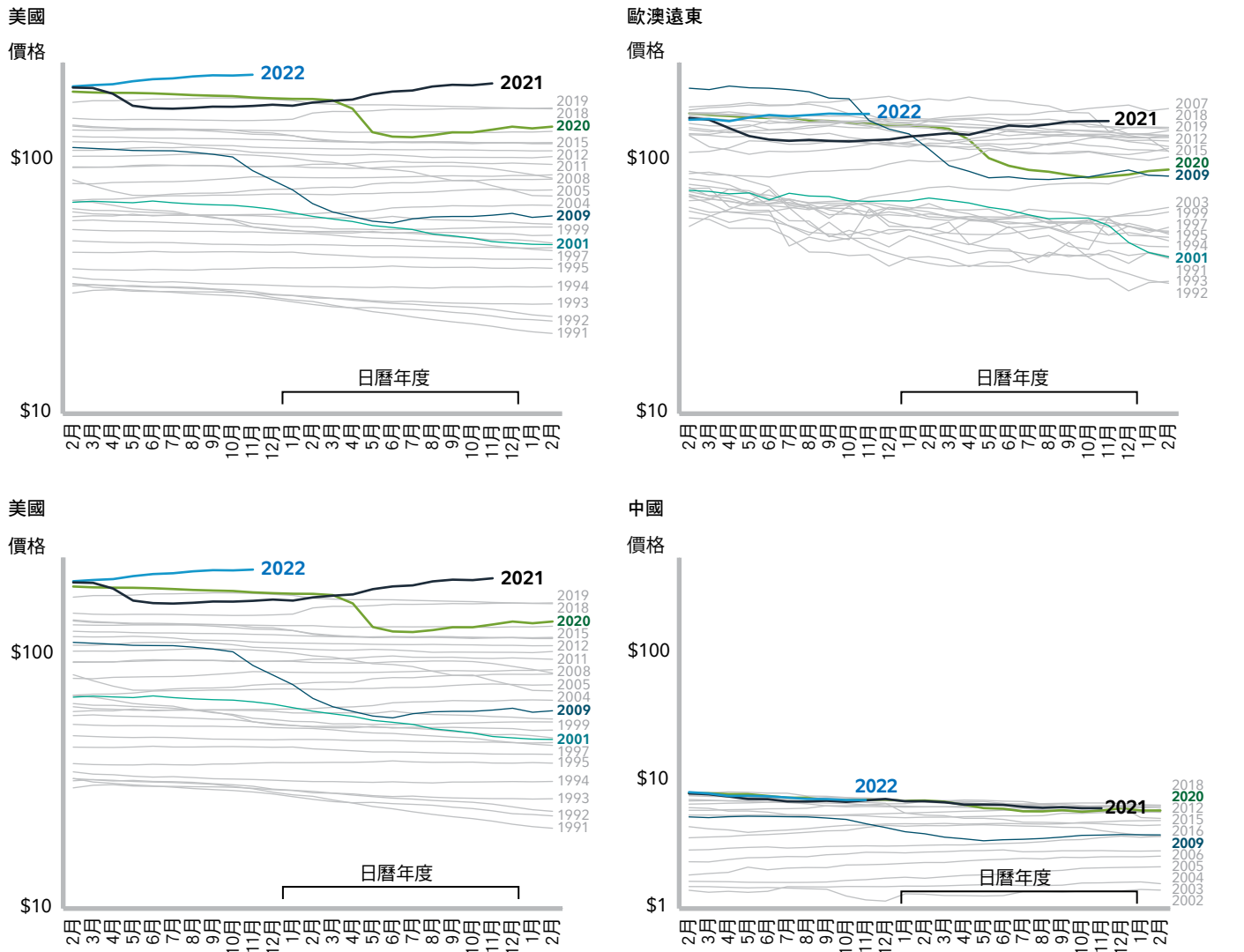
附表6：小小的中國將遭遇大大的麻煩？
每股盈利預測的日曆年度發展：中國與美國比較



EPS：每股盈利。CY：日曆年度。中國：MSCI中國總回報指數（MSCI China Total Return Index）。美國：MSCI美國總回報指數（MSCI USA Total Return Index）。Z分數：特定數值分佈相對於全部數據平均值的排名，以標準差單位衡量。若數值落在平均值上方（下方），則Z分數為正（負）。LTM：過去12個月。資料來源：Datastream、MSCI；每月數據。

附表7：著名遺言：「這次不一樣」

每股盈利預測發展比較



EPS：每股盈利。美國：MSCI美國總回報指數（MSCI USA Total Return Index）。歐澳遠東：MSCI歐澳遠東總回報指數（MSCI EAFE Total Return Index）。中國：MSCI中國總回報指數（MSCI China Total Return Index）。資料來源：Datastream、Factset；每月數據。

綜上所述，有幾個問題是我們必須注意的：美聯儲的行動是否將刺激美國股票市場從增長型輪動至價值型？我認為是。此等輪動是否會使非美國股票受益？原則上來說會，不過看了看其他已開發市場與新興市場（尤其是中國）的盈利狀況，我建議保持謹慎態度。我認為此等圖表的重點在於，分析師在對資產配置進行任何大規模變動之前，最好先等待美國與非美國市場的相對盈利出現更明確的反轉訊號。我認為估值下跌將有所幫助，不過還不足夠。

定義

週期型股：由業務前景與經濟週期密切相關的公司所發行的股票。舉例來說，鋼鐵公司在經濟衰退期間通常表現不佳，因為這時消費者較少會購買大型商品，譬如汽車與冰箱。

價值型股：依據市淨率（P/B）或市盈率（P/E）認為價值被低估的股票。若與增長型股票相比，此等股票的市淨率與市盈率通常較低、股息收益率較高以及預測增長率較低。

增長型股：已顯現或預期將顯現快速盈利與營收增長之公司的股票。若與大部分其他股票相比，增長型股票屬於風險較高的投資，且為股東支付的股息通常較少，或完全不支付股息。

指數定義

標普500®（S&P 500®）是種市值加權指數，由根據市值、流動性和產業集群代表性選出的500支普通股組成，以代表美國股票表現。

MSCI美國指數是用於衡量美國股市大中型股表現的市值加權指數。

MSCI世界指數（美國除外）是種市值加權指數，旨在衡量全球投資者可投資股票市場的表現，由美國以外的其他已開發國家及新興市場的大中型股組成。

MSCI世界指數是種市值加權指數，旨在衡量已開發市場的全球投資者可投資股票市場之表現。

MSCI歐洲指數是種市值加權指數，旨在衡量歐洲已開發市場的全球投資者可投資股票市場之表現。

MSCI歐澳遠東指數是種市值加權指數，旨在衡量已開發市場的全球投資者可投資股票市場之表現，不含美國與加拿大。

MSCI新興市場（EM）指數是種市值加權指數，旨在衡量新興市場的全球投資者可投資股票市場之表現。

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。

彭博美國綜合債券指數（Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index）是一支寬基、市值加權基準指數，衡量投資級別的美元計值定息應稅債券市場的表現。



作者

Jurrien Timmer

全球宏觀總監，
富達全球資產配置部

專精全球宏觀策略及戰術性資產配置。於1995年加入富達，擔任技術研究分析師。

富達思想領導力主管David Risgin（特許金融分析師）為本文提供編輯指導。

本文為美國富達投資公司的原創內容。

除非另有說明，否則一切有關市場的事實資訊和數據來源均為富達投資。本文件所載聲明基於被認為屬可靠的資訊而製，僅供參考。對全部或部分以第三方提供的資訊為依據的資訊，我們不保證其始終準確、完整或及時。本文件既未提供任何投資、稅務或法律建議，亦非購買基金的要約或邀約。圖表僅供說明之用，不反映任何基金或投資組合將來的價值或投資回報。具體投資策略應根據投資人的投資目標及風險承受能力評估。Fidelity Investments Canada ULC及其分支機構和相關公司對該資訊中的任何錯誤或遺漏及因此蒙受的任何虧損與損害概不負責。

互惠基金和ETF投資可能會產生相關的佣金、尾隨佣金、管理費、經紀人手續費及相關費用。投資前請仔細閱讀載明詳細投資資訊的互惠基金或ETF招股章程。所示回報率為所示期間的歷史年化複合總回報，包括單位價值變化及分派的再投資。所示回報率並未計入任何單位持有人應付的銷售、贖回、分銷或選擇權費用或所得稅，該等費用或稅項會降低回報。互惠基金及ETF並無任何保證。其價值頻繁變化，投資者可能會獲益或蒙受損失。過往績效可能無法重現。

富達的經理人、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，富達不對更新此類觀點承擔任何責任。這些觀點不應視為投資建議；由於富達基金的投資決策基於眾多因素，因此不應視為任何富達基金交易意圖的指示。

本評論中的某些陳述可能包含具有預測性質的前瞻性陳述（forward-looking statements, FLS），可能包括「預期」、「預測」、「打算」、「計劃」、「相信」、「估計」等詞語，以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影響，其中一些因素可能無法預見，因此可能在往後證明並非正確。FLS不是未來績效的保證，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。您應避免過度依賴FLS。此外，無論是否出現新資訊、發生未來事件或其他情況，都無意更新任何FLS。

本文所述資訊僅供參考，並非買賣任何證券的要約或邀約。所表達的觀點為截至2021年11月的觀點，基於當時可用的資訊達成，可能會根據市場及其他狀況更改。除非另行說明，本文所載的觀點均為作者的觀點，並不必然代表富達投資或其聯屬公司的觀點。富達並無義務更新任何資訊。

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而決策。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、市場或經濟的發展動態而大幅波動。外國市場可能會因更高的發行方、政治、市場或經濟發展利空風險（新興市場中所有這些因素均會被放大），而比美國市場更加動盪。該等風險對於單一國家或地區的投資尤其顯著。

投資涉及風險，包括虧損風險。

過往績效及股息率是歷史紀錄，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。

© 2022 Fidelity Investments Canada ULC. 保留所有權利。

美國：1003238.1.0 加拿大：730214-v2022113

61.111252C INM 728825 01/22