全球經濟衰退或再現 港股估值已處歷史最低區域

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，疫情在全球範圍內加速擴散，中國境外新冠肺炎確診病例數暴增，全球超過40個國家已宣佈進入緊急狀態，市場避險情緒繼續上升。美股震盪劇烈，再次遭遇兩次熔斷，三大股指的跌幅均超10%。3月16日VIX指數（又被稱為恐慌指標）搜尋結果升至82.7，創歷史最高水平，超越2008年全球金融危機時期的最高點。恒生指數下跌5.11%，跌幅小於美股。

面對金融市場的大幅波動，美聯儲推出超大力度寬鬆政策組合拳：再次宣佈緊急降息100個基點，將聯邦基金利率降至0%-0.25%的歷史最低區間；重啟7,000億美元量化寬鬆計劃；下調貼現窗口利率125個基點至0.25%，將數千家銀行的準備金率降至零，引領全球新一輪貨幣政策寬鬆潮（過去幾周，已有超過30個國家的央行宣佈降息）；聯手多個國家央行建立臨時美元流動性安排；再次啟動2008年全球金融危機時期實施的商業票據融資便利（CPFF）和一級交易商貸款便利（PDCF），直接向票據和債券市場提供流動性；推出貨幣市場基金流動性便利（MMLF），以緩解貨幣市場基金贖回引發的貨幣市場流動性壓力。

疫情明顯衝擊實體經濟

筆者認為，與由次貸和金融機構高槓桿問題引發的2008年全球金融危機相比，本次疫情直接對全球實體經濟需求和供給側同時造成巨大衝擊，尤其是對需求的影響在力度、廣度和深度方面可能更大。受疫情影響，涉及外出活動的服務業活動和消費需求短期內出現斷崖式下降（據法新社統計，截至3月20日，世界各地35個國家有大約9億多人待在家中），全球製造業供應鏈的循環網絡被迫中斷，全球公共衛生資源也面臨擠兑風險。這不僅使全球經濟面臨的挑戰更加複雜，也意味着疫後的經濟恢復任務將更加艱巨。因此，針對本次疫情引發的金融市場動盪以及相當大概率發生的經濟衰退，貨幣政策寬鬆能起到一定緩解作用，但無法從根本上解決實體經濟需求凍結的問題。除了貨幣政策外，各國還同時推出大規模的財政刺激計劃，且刺激規模預計還將繼續上升。但是，市場應高度重視近期美國3個月AA級非金融票據利差暴漲的現象。如果境外疫情持續的時間較長，需要警惕企業在負債處於歷史高位和需求斷崖式下降的雙重打擊下所面臨的巨大違約和持續經營風險，這將會進一步加劇金融市場動盪並助推經濟衰退動能。在最壞情況下，本次疫情引發的全球經濟衰退程度或將超過2008年全球金融危機時期，而更接近1929年全球經濟大蕭條時期。

美股下跌空間仍舊較大

展望未來，在全球疫情形勢的拐點出現前，全球風險類資產價格仍可能繼續大幅波動。未來美股的走勢將取決於疫情形勢、經濟狀況、經濟刺激措施、美聯儲貨幣政策和美國大選等因素。即使經歷2月下旬以來的一輪暴跌，當前美國股市估值仍處於歷史較高水平，如果疫情持續的時間較長，美股仍有較大下跌空間。彭博數據顯示，目前美股市值（美國本土上市公司，不包含ETF與ADR）較2019年美國GDP比值仍處於120%的較高水平。根據世界銀行數據，1980年至2018年期間，美國本土上市公司總市值與當年GDP的比值平均為100%。

回顧歷史，2008年全球金融危機時期，道瓊斯指數由最高點的14,165點大跌54%至最低點6,547點，相應的美股市值與美國GDP比值從132%下降到56%的歷史低點。1929年全球經濟大蕭條時期，道瓊斯指數由最高點到最低點的跌幅更是高達87%。

北水持續湧入支撐港股

如果發生全球經濟衰退，中國經濟也會受到較大的衝擊。在當前全球流動性危機顯現的情況下，部分外資回流母國救急，A股和港股也可能會面臨一定壓力。但是，當前中國資本市場也存在一定的內生穩定性，今年A股和港股市場的表現可能會好於主要發達國家股市。除了中國防控工作取得階段性重要成果和中國逆周期宏觀調節政策及時出台等支持因素外，港股市場當前估值處於歷史最低區域，和2008年全球金融危機時的低位已基本相當。截至3月20日，恒生指數2020年預測市盈率為為9.1倍，較過去15年歷史平均低27.3%，處於歷史底部0.3%區域；恒生指數2020年預測市淨率為0.9倍，較過去15年的歷史平均低41.2%，處於歷史底部0.1%區域。另外，截至2020年3月20日，今年南向資金累計淨流入1,806億元(人民幣，下同)，遠高於去年同期的淨流出10億元，對香港市場的相對穩定起到了重要的支撐作用。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

等待最壞時候 風險資產受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 雖然各國各央行已經相繼出手救市，但投資者仍然陷入恐慌狀態，各類資產繼續面對壓力。

刺激政策能夠緩衝疫情對經濟的衝擊，但畢竟治標不治本，疫情仍然未能得到控制，每一天我們都能看到不好的消息，讓資本市場無法樂觀起來，市場波幅非常大。雖然上周五恐慌指數VIX下跌8.28%，一度跌破60水平，但目前仍在高位。

油價續弱 不宜入市

MSCI全球指數從二月開始已經下跌三成。美國股市延續近期的跌勢，道指兩萬水平得而復失，收跌913.21點，從二月以來已經下跌逾三成。但畢竟美股已經牛了逾十年，美國經濟不可能一直處於超高速增長，與其說投資者擔心的是疫情，不如說是擔心疫情乃經濟衰退的導火線。

美股跌勢 或只是開始

那麼現在美股的下跌或許只是開始，之後不會直線下跌，或許也有反彈，但整體趨勢向下，需要一至兩年時間修復。除了疫情，油市大跌也打擊風險偏好。

紐油由一月下旬就開始從高位回落，不過那時還有50美元的支持，但隨着疫情在全球範圍的擴散，加上產油國談崩，油價加速下跌，已經開始測試20美元支持，從今年來已經下跌逾六成。

油市主要受兩方面因素影響，一是經濟基本面，二是地緣政治風險。現在全球經濟存在較大不確定性，至少短期內受到疫情影響難樂觀，同時經濟需要時間恢復。而政治因素更是難以預測，目前這場石油戰仍然沒有停下來的意思，雙方都不肯妥協，似乎都要一戰到底。

此外，投資者也在等待美國方面的行動，據傳已經派高級官員赴沙特以協助穩定油市。短線油價雖然暫時靠穩，但仍有進一步下探的可能，所以投資者仍要保持謹慎，即便止跌，也有可能較長一段時間保持在低位，故操作上要特別謹慎，不建議開好倉。

避險資金支撐美元

美元不但是外匯市場中最強的，也是所有資產類別中最耀眼的。美匯指數從3月9日一度跌穿95水平後，就從低位反彈，最終連續上漲第四日，過去兩周累計7%的漲幅。相對來說，投資者還是比較認為美國經濟能夠比較好的承受住壓力，美元有避險光環。短線有調整壓力，同時有來自經濟衰退的擔憂，但料整體還是在高位運行。

黃金失避險光環捱沽

非美貨幣面對壓力。英鎊一度跌穿1.15水平，創35年新低，好在上周隨着美元調整，英鎊企穩，結束八日連跌，反彈1.25%。

其他避險資產作出調整。10年期美債收益率在3月9日低見0.3137%，不過之後從低位反彈，3月17日更重返1%，但上周五又再次跌穿該水平，料短線繼續在低位震盪。黃金受到疫情影響一度突破千七水平。不過面對套現和通縮擔憂，加上美元強勢，黃金也不得不轉跌，目前已經失守千五水平，從二月開始已經下跌逾5%。在重拾避險光環之前短線仍有調整壓力，波幅增加。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益）**

恐慌情勢不斷 環球股市短暫受壓

姚浩然 時富資產管理董事總經理

在疫情未受控和負面消息不斷的影響下，環球股市過去一周仍然繼續下挫，即使各國央行已使用大量放水的手段穩定民心，但在這脆弱的投資情緒下，大規模動作反而會引來反效果，令市場更憂慮經濟衰退來臨。內地與香港股市經歷上周五（20日）短暫反彈後，本周一（23日）開市再度下挫。 預計在疫情見曙光前，環球股市難以大幅反彈。

券商紛調低經濟預測

縱使疫情在過去一周沒有急速惡化，但是環球投資市場的急插反映投資者或許進入了新一層的恐慌，憂慮環球經濟大蕭條。疫情爆發以來，股票市場一直是首個沽售對象，資金轉向湧入避險資產，如黃金和債券市場等。惟隨着疫情的不斷擴散和恐慌情緒的蔓延，市場已將焦點轉至經濟影響之中，因為大部分人已預期疫情起碼會持續至第二季尾，擔心勞動人口長期待在家中對經濟會造成多大影響。

最近多間券商已先行調低環球經濟預測。根據高盛證券預測，2020年全球經濟增長由早前預測1.9%降至1.25%；2020年美國經濟增長由早前預測1.2%降至0.4%；2020年中國經濟增長由早前預測5.5%降至3%；2020年歐元區經濟增長由早前預測1%降至-1.7%；2020年日本經濟增長由早前預測-1.3%降至-2.1%。摩根大通亦下調中國2020年經濟增長預測，由原來升2%降至1.1%；摩根士丹利則預料美國2020年實質GDP按年將跌2.3%。在外圍一片愁雲慘霧下，投資者恐慌情緒升溫，市場出現「要錢唔要貨」的情況。避險工具如10年期美國國債和金價皆有回落跡象，可見投資者正沽售債券及黃金工具，但沽出的資金並沒有流入股市，反映投資者增持現金，現金為王的市場心態一度推升美匯指數至接近103水平。

應以風險胃納為前提

坦白而言，在疫情未受控的前提下難以預測對經濟會造成多大傷害，加上環球經濟停頓是一個極罕見的情況，難以作出一個極精準的預測。筆者認為，現時最重要還是將注意力放回疫情之中，而疫情對環球經濟的影響則要待有起色時才預計，因為當市場上充斥太多不確定因素時難以對未來作出準確預測，現階段投資者應以個人風險胃納程度為投資前提，風險胃納程度較高者可小注買入，風險胃納程度較低者可增持現金。

另外，隨着各國更嚴厲的封關措施出台，疫情應該會有明顯改善。投資者現時可觀察哪些國家的紓困措施能有效地滲透至社會各階層，相信待疫情過後這些國家的回復能力較強。**(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)**

新冠疫情對全球經濟的衝擊 堪比1930年代大蕭條

John Kemp 路透市場分析師

衰退往往始於經濟活動的小幅下降，之後隨着第二輪及更高一輪經濟影響開始出現，這種下降會在接下來的幾個月裡逐步加深。但當前這輪商業周期滑坡看起來非常不同。就其規模和突發性而言，這是自第二次世界大戰結束以來從未出現過的情形。

新冠肺炎疫情的最初衝擊，以及大部分交通和商業系統的關閉，都是巨大而突然的。

目前還沒有關於當前經濟衰退規模的政府統計數據，但以石油行業作為經濟需求的代表，石油消費在一個月內似乎減少了約1,000萬桶/日，即減少了10%。甚至在企業和消費者支出受到第二輪和第三輪衝擊之前，第一輪衝擊對系統的打擊就已經非常巨大。

低迷程度或戰後最嚴重

1945年，軍人復原和從戰時生產向和平時期生產轉變，導致工業生產在12個月內下降了30-35%。 根據美聯儲的數據，1974/75年經濟衰退期間，美國工業生產在20個月左右時間內下降約15%。2008/09年，美國工業生產較經濟衰退前峰值下降近20%，下降態勢持續了約18個月。

所有這些下跌幅度和持續時間都類似，工業生產的峰值和低谷與官方商業周期的時間並不完全一致，後者還考慮了其他因素。 但目前的經濟低迷很可能是1945年以來最嚴重的。從其規模和突發性質來看，它更像是1930年代的大蕭條，或是19世紀末20世紀初的劇烈商業蕭條。

衰退表現類似流行病

經濟衰退可能很像流行病，即最開始只是單個企業/行業失敗或單個病人感染，隨着向系統其餘部分蔓延，之後失敗/感染數量將呈指數增長。

近年來，經濟學家利用流行病學的研究來了解，單一銀行或企業倒閉的影響在整個經濟擴散時，可能引發一連串的倒閉。

衰退傳遞可能加快

最初的感染或企業倒閉可能相對來說無足輕重；但正是透過銜接網絡將其傳播到整個人口或經濟，進而把一個孤立的問題變成疫情大流行或是經濟衰退。

就經濟而言，衰退是通過支出及收入流量(即銷售、訂單、就業、薪資和償債)的實際變化傳遞而來。但通過個人和企業建構的近期情況變化及對其決策影響的調整，可能加快傳遞速度。

經濟學家凱恩斯稱之為「動物本能」(《就業、利息和貨幣通論》，1936年)。羅伯特席勒則稱為「敘事」或「故事」(《敘事經濟學》，2017年)。無論怎麼稱呼，敘事具有放大和加速傳播經濟衰退或擴張力的能力，因為它們可能變成自我應驗。

救市政策就如防疫

在當前疫情影響下，各國央行及財政部作出史上最快的政策反應，這可望協助減輕第二輪及第三輪效應，並避免危機惡化。

和保持社交距離(social-distancing)是為了減少疫情傳播一樣，貨幣政策和財政政策可以減少或避免第二輪的經濟衝擊。政策反應的目的是降低整體經濟中直接的金融相互依賴程度、創造出緩衝或防禦屏障，以避免倒閉潮蔓延。

和意圖控制疫情的醫療政策類似，貨幣及財政應對政策的實施越快越全面，最終經濟衰退獲得控制的機會也就越大。

新冠肺炎疫情以及為了控制疫情而採取的措施，已經創造出90年來首見的經濟停擺。如今各國央行及政府也得找出史無前例的措施來支撐經濟，直到商業及運輸活動能夠恢復正常為止。

疫市物業尋寶記

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

當大中華地區新冠肺炎疫情受控後，地球的另一角 —— 歐美地區爆發新一輪疫情，意大利的死亡人數不幸地超過整個大中華地區！不少歐美華籍居民（擁有大中華地區的居民身份）和留學生有感當地疫情嚴重，擔心最後不能受制，紛紛踏上回流路途，形成倒灌式登陸原居地，把新輪疫情帶回來。無論中國內地、港澳和台灣都出現最新回流人士確診案例，隨着還有數以萬計回流者，預料天天都會浮現不少確診病者。

截至上周五中午，香港累計新冠肺炎確診人數已衝破200宗，而且每天也不乏新增10宗以上，現時還未看見新增數字回落的勢頭。筆者不少客人和朋友更加親身飛赴歐美，進行「千里護送」行動，不惜採用迂迴旅程，目的只是盡快遠離疫區安全回港。筆者相信香港居民和留學生心中視香港是最安全的地區，起碼如果不幸在當地已染病的，能夠成功回港也一定得到最佳醫療醫治。其實這股回家感覺長遠地吸引他們回流居住和工作，置業安居及買樓收租成為她們不二之選。

港人對「磚頭」熱情不退

這邊廂香港人漏夜奔跑回港，那邊廂不少居民急忙認購新樓。

早前，會德豐開售將軍澳日出康城新期數，首輪成功估出188伙，佔可售單位逾九成，套現逾16億。上周六進行次輪認購102伙，到上周五早上暫收逾2,300票，已超購20倍以上。今次發展商兩輪認購都採用貼近同區二手樓價，而且前後也維持價格。眼看新盤開售獲得理想承接，各大發展商已積極部署推售新盤，預料也是以「取量求售」形式。例如新鴻基地產最快今周內對天水圍濕地公園路9號開出價單，並且本月底前可進行首輪銷售行動。如筆者上文所預料，一手新盤單位重新登場，直接地泛起最新銷售浪潮，間接地殺退二手熱銷風氣。二手小業主要成功突圍勝出，難免要進行再減價策略。

不過從這波一二手住宅單位暢銷結果，不難看出私樓剛需不減，縱使國際和香港股市已大跌逾三成以上，也沒有減退居民擁有「磚頭」自住和投資熱度。

A類單位可趁跌吸納

下個問題是如何選擇地區和面積？2019年整體私樓落成量13,643伙，按年減少35%：A類(小於40平方米)48%；B類(40-70平方米)31%；C類(70至100平方米)11%。但是去年底特首特別放寬首置上限至1千萬元，未來發展商會改變策略，增加中型單位而減少納米樓供應量。筆者預料B類單位會中長線成為主流，是疫市中較為穩健對象。

大家注意過去幾年發展商已興建不少「納米樓」，且今明兩年是樓花入伙高峰期，料會引起細型單位租金和單價的巨大壓力，這類A類單位整體表現會跑輸大市。不過當A類單位經過深度調整後，正是「逢低吸納」的大好時候。當它們的絕對租值不太高於「劏房」時，出租率會回復理想。

如果讀者想認購一手新盤單位，請注意新盤入伙時間和鄰近供應時刻表。在疫市中，單純投資者應選擇長期樓花的新盤單位，避免立刻面對鄰近同期龐大供應量拖低租金水平。自住者當然選擇短期樓花單位，預計中期供樓利率低企，供款低於租金的現象肯定持續，快些收現樓供會較合算。

在工商舖三大範圍中，商場和辦公樓短期不建議沾手。反而工廈是「博得過」，主因是工廈呎價較平、回報率最高、且有增值概念。專業投資者熱衷花上幾至十億購買整幢工廠大廈，進行翻新或重建，賺取長遠升值利潤。小型投資者可以選購工廈單位，進行內部翻新，收取理想回報率和等待重建收購機遇。

有足夠「彈藥」方入市

面對疫情還未知的完結期，分散投資和選取最高回報率是主要考慮因素。今天如果想把物業進行銀行按揭，面對難度不小，自住和投資者都要預備足夠首期和不少於半年供款，筆者方才建議入市。其實面對股市已經經歷大幅回落後，香港藍籌開發商股票是投資房地產的不俗選擇，大家不妨留意下。

題為編者所擬。本版文章，
為作者之個人意見，不代表本報立場。