



2020年3月17日 13:00

## 股市急挫后、再急挫，投资者该如何面对？

如上星期的文章所言，环球股市受到疫情在全球持续扩散所影响，开始进入了恐慌和不理性的状态。在过去几天，欧美、以至全球股市均经历了极度的波动、以至出现断崖式的急挫。

举例来说，美股在过去六个交易日内就出现了三次跌停板(在美国，当股市单日下跌7%时，会触发停市15分钟)、美股在昨天亦录得令人难以置信、单日近13%的跌幅，这是自1987年股灾以来最大的单日跌幅(但在前一个交易日，美股才录得自2008年金融海啸后最大的单日升幅[升幅近10%])。所以，单日升跌幅度之大，已达令人侧目的程度。

极度波动、以至出现断崖式急挫的情况，并非只限于美国股市，出现在欧洲股市的情

况更甚，欧洲股市在过去短短三个交易日，最多曾录得超过 20%的跌幅。

展望后市，很明显，不少投资市场现时已处于极度恐慌的状态之中、市场上亦出现大量争相抛售的情况。但我们认为，作为中线、甚至长线的投资者，现时应该保持冷静，细心分析当前的市况，现时股市急挫所反映的、是否已足够反映疫情对经济、以至企业盈利的负面影响(应以中长线影响计、而非短暂的影响计)、甚至已经过度反映疫情对经济、以至企业盈利的负面影响(应以中长线影响计、而非短暂的影响计)。

早在疫情初出现时，我们已向大家强调，疫情对经济、以至企业盈利的影响，应该分开“短期、还是长期”、“非结构性并可复原、还是结构性不能复原”？

虽然疫情近日在欧洲已出现明显恶化并大幅扩散的情况，令疫情已演变至不再是中国、或亚洲区的问题，但以“性质”计，即使疫情变得相对较早前严重，但其对经济和企业盈利所带来负面影响的“性质”是不会因疫情严重了而出现改变的(负面影响仍然是“短期，可能是几个月、或一年的时间”、“非结构性、并预期在疫情过后，经济和企业盈利都可复原至疫情发生前的水平”)。

那问题到了，

如果大家都知道疫情在未来几个月会对经济、以至企业盈利带来严重的打击(因为抗疫的关系，相关政府会推出一些限制民众活动的政策，如现时，意大利、西班牙政府都

作出了封国政策、并限制民众除返工、购买食物和看病等理由外不能在街上走动。因此，大部份民众的消费活动都会受到打击，不少行业如餐饮、娱乐、零售、酒店、航空等都面临零生意零收入的困境。

在这情况下，相关公司的股价应该要下跌多少才合理？

10% ? 30% ? 50% ? 90% ?

在投资世界应该是这样分析的，一间公司的价值，将视乎它未来盈利的多少和变化而定，而这里所指的未来，是指未来的几年、几十年，而非未来的几个月(当然，如果您认为这公司，在未来几个月没收入下，就会破产倒闭，那您就不用计了，因为它的股价应该要跌至零[因为倒闭了，未来根本就不会有盈利存在！])。

股价的合理推算 = (今年的盈利) + (一年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (两年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (三年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (四年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (五年后的盈利[并折算至现时的价值]) + ..... (十年后的盈利[并折算至现时的价值]) + ..... (二十年后的盈利[并折算至现时的价值])  
+ .....

现时，由于疫情的打击，对于大部分企业来说，今年的盈利将很可能受到大幅损害、甚至出现大幅亏损(我想这个大家都认同、不用争论)，其股价当然会受影响。但如果

疫情影响的只是今年的盈利，往后的盈利没有受影响(因疫情过后，企业盈利可得到复原)，那其股价是否应该要跌 30%、甚至 50%、或更多？

股价的合理推算 = ~~(今年的盈利)~~ + (一年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (两年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (三年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (四年后的盈利[并折算至现时的价值]) + (五年后的盈利[并折算至现时的价值]) + ..... (十年后的盈利[并折算至现时的价值]) + ..... (二十年后的盈利[并折算至现时的价值])

+ .....

美国股市：经过昨日的急挫后，美股已从高位下跌了超过 30%



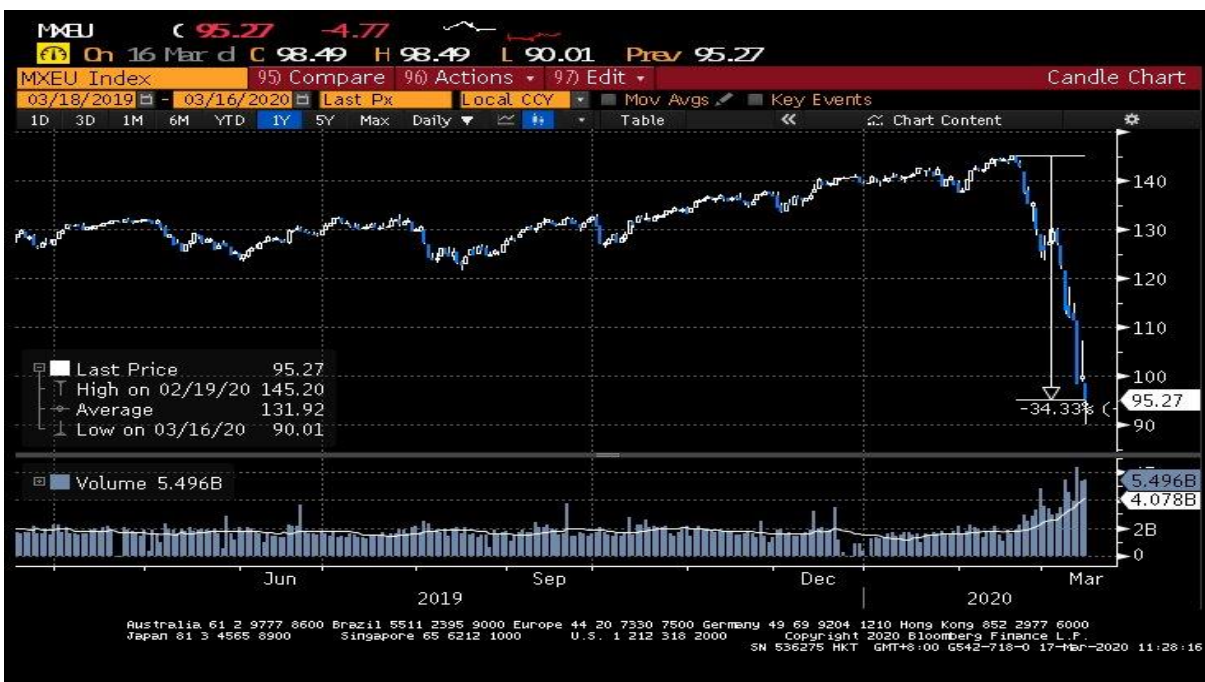
数据源：彭博

美股市盈率：已跌至 14 倍(虽然这并不完全作准，因为如果日后企业盈利下跌，市盈率在日后是会出现回升的)



数据源：彭博

欧洲股市指数：经过过去几日的急挫后，欧股已从高位下跌了近 35%



数据源：彭博

欧股市盈率：已跌至 14 倍(虽然这并不完全作准，因为如果日后企业盈利下跌，市盈率在日后是会出现回升的)



数据源：彭博

当然，以上所示的基本分析，对于近日的市况并不适用，因为市况在变得恐慌后，投资者已没有理性可言。所以，在短期内，股市维持极度波动、甚至再出现大幅下挫，根本不会令人感到意外。

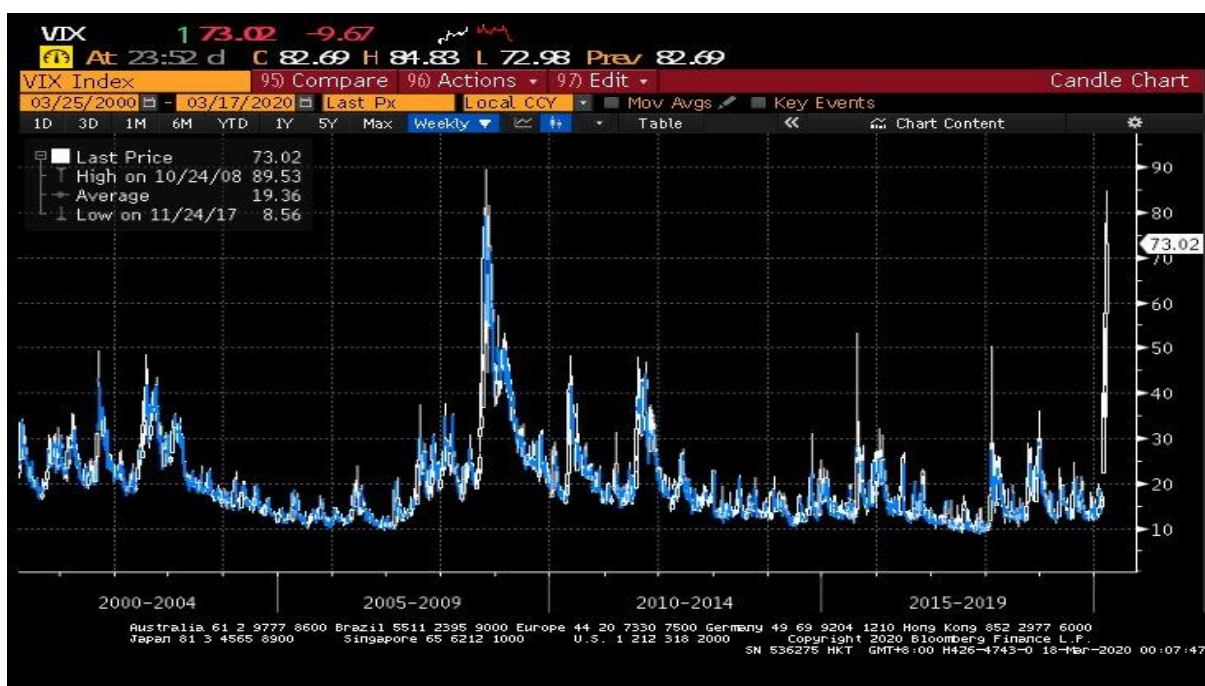
当然，近日股市之所以出现断崖式下跌，除了投资者恐慌情绪大幅上升并作用大量抛售外，还有可能是由于，

- 部分投资者有实际需要、以至不问价钱下卖出股票、以至其他资产套现(如一些企业家需要在投资市场作出大幅套现去筹集资金、以支持企业在现时困难的环境下

继续运作、部分石油生产国需要在投资市场作出大幅套现以应对油价低迷对它们政府财政所带来的压力等)

- 部分投资者作了杠杆式投资，在股市下跌时被迫斩仓，令市场的沽压更加增大(在被迫斩仓下，这些投资者更加没有话事权几时卖、用咩价钱卖)
- (在以上情况下，在过去一星期，我们发现连本应属避险资产，如美国国债、黄金等；或本应防守性属较高的公用公司股票等，都出现同样被大幅抛售、令它们价格同样录得大跌的情况[反映市场有要钱唔要货的情况])

**美国 VIX 恐慌指数：近日录得倍升并升穿 80，反映市场的恐慌程度已达股灾级别(因为上次恐慌指数升穿 80，是在 2008 年金融海啸时发生)**



数据源：彭博

但我们相信，股市在录得约 30% 的下跌幅度后，应该已足够反映疫情(即使现时的疫情较早前情况严重)对经济、以至企业盈利的“中长线”影响。所以，对于那些有实

力的投资者(有持货能力、并愿意/可承受短期市况波动的), 现在并不应该因为恐慌的情绪而被市场震走, 白白令投资造成损失。

再进一步, 对于那些更有实力、亦理解近日跌市只是暂时性的投资者, 现在更应作出分段买入作中线持有(准备持有最少 12-18 个月), 因为我们相信在疫情过后, 当经济和企业盈利慢慢回复正常时, 股市从现时的低水平可出现不少的反弹空间。

以下, 在近日市况令人感到心寒之际, 尝试给大家一些历史数据来打打气

---

### 当股市从高位下跌 1/3 时买入并持有两年时间

2002 年买入、2004 年卖出

升 38%

2008 年买入, 2010 年卖出

升 16%

2020 年买入, 2022 年卖出

?

---



当股市从高位下跌 1/3 时买入并持有三年时间

2002 年买入、2005 年卖出

升 49%

2008 年买入、2011 年卖出

升 47%

2020 年买入、2023 年卖出

?

美股(2002-2004 年)



数据源：彭博

## 美股(2008-2010年)



数据源：彭博

最后，我想指出三点值得大家深思的事，

第一，虽然现时疫情在欧洲已出现严重的扩散，但值得乐观的事，是现时欧洲不少政府已采取了高强度的抗疫政策，如封国、限制民众出街等，去防止疫情出现进一步扩散。这些政策虽然会为短期经济带来严重的打击，但这些应该是最有效的抗疫政策，相信在这些高强度的政策之下，欧洲的疫情很可能像日本和南韩一样，可从高峰出现明显的回落(因为各地政府对疫情越紧张，越有利疫情在全球得以受控，所谓“长痛不如短痛”)。

第二、全球政府和央行已很积极地加大财政和货币政策上的支持，以对抗疫情对经济所带来的负面影响。举行来说，在过去两星期，美国联储局大幅减息 1.5%、并重启买

债计划(将购入 7,000 亿美元国债和资产抵押证券)、欧洲央行再次推出长期再融资操作和定向长期再融资操作、并加大买债规模 1,200 亿欧元。虽然如不少投资者所言，政府和央行加大财政和货币政策的力度，并不会对打击疫情带来任何帮助(因为增加财政支出、减息或增加货币供应，都不会对疫情有任何影响)，而现时因疫情而受影响的经济活动亦会在短期内继续受到影响(因为同样地，增加财政支出、减息或增加货币供应，都不会令民众可以回复日常生活、企业可以回复日常生产)；但至少，政府和央行加大财政和货币政策的力度，能令经济所受的伤害有所舒缓、亦能加快经济在疫情过后的复原能力和速度。最后，对于大部分资产投资，大家都知道低息环境可推动资产价格上升(甚至过去有人担心，过度的低息会令资产价格最终出现泡沫)，所以，在疫情过后，相信低息(更低息)环境会令资产价格出现另一波的大牛市。

|     | <u>减息幅度</u> | <u>其他宽松政策</u>                  |
|-----|-------------|--------------------------------|
| 美国  | 1.50%       | 重启买债计划                         |
| 欧元区 | 没有减息        | 再启动长期再融资操作和定向长期再融资操作、并加大买债计划规模 |
| 英国  | 0.50%       |                                |
| 加拿大 | 1%          |                                |
| 澳洲  | 0.25%       |                                |
| 中国  | 没有减息        | 下调存款准备金率，向市场释放约 5,000 亿人民币的资金  |

第三，最近在网络上拜读了一篇文章，内容很值得和大家分享。这篇文章的标题为“全球秣市下值得再三回味的巴菲特智慧”。当中提到巴菲特的其中一句名言“别人恐惧我贪婪”，意思是当市场出现恐慌抛售时，我们要把握机会入市作长线投资。但文章的作者一语道破，“懂这句话的人很多”，“在市场顺境时说会做的人亦很多(甚至不少人会慨叹为甚么跌市不出现，令他/她无机会在市况低迷时买平货)”；但面对今日的大跌市，当买平货的机会真的出现时，绝大部分人最终的选择却是却步(不少人甚至倒行逆施，做出本来认为该要买货的时候、做出最终变成恐慌抛售的时候)！

当然，知易行难，在市况极度波动下，被跌市吓怕，亦是人之常情。所以，不要勉强自己、更加不要高估自己。如上文所言，要肯定自己是“有实力”的投资者，才适合在现时兵荒马乱的时势捕捉机会。

#### **重要告示及豁免责任声明:**

此文件为资产管理集团有限公司的财产。本文中所载之任何数据仅供参考之用，不应被视为邀请、要约或招揽任何证券买卖、建议任何证券买卖或建议采取任何投资策略。资产管理集团致力确保在本文中所提供数据的准确性和可靠性，但并不保证其完全准确和可靠，也不对由于任何不准确或遗漏所引起的任何损失或损害承担任何责任。本文中的部分资料可能包含有关对未来事件或对国家、市场或公司未来财务表现的预测或其他前瞻性陈述，而这些预测或前瞻性陈述只是作者之个人观点，最终实际事件或结果可能会和预测或前瞻性陈述出现巨大的差异。本文中包含的任何意见或估计都是基于一般原则所编写的，读者不应以此作为任何建议。资产管理集团保留随时对本文中任何表达的意见进行修改或更正的权利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未经授权的披露、使用或传播本文的全部或部分内容，亦不得将文件复制、拷贝或提供给未经授权的第三者。投资涉及风险，由于汇率或市场波动等不同的市场风险，任何投资的价值及其收入都有可能出现增加或减少，而过去所显示的表现数据亦并不代表未来的表现。本文的收件人如对本文所包含的任何资料有任何疑问，收件人应寻求专业意见。本文未经证券及期货事务监察委员会审阅或批准。

如有任何意见或查询，请电邮至 [info@asset-mg.com](mailto:info@asset-mg.com) 与我们联系。

资产管理集团有限公司

香港干诺道西一一八号四十楼零二室

电话: (852) 3970 9595 传真: (852) 3107 0932