

# 專題報告：

## 股市估值和1月底波幅的思考

### 摘要

- ◆ 外界對疫苗推出及新變種冠狀病毒的憂慮，觸發1月底的市場波動。
- ◆ 散戶投資者買入被「大舉沽空」股票，正好說明投資者應如何為意外情況做好準備。
- ◆ 我們認為，股市估值不低但也處於合理水平，預計今年企業盈利將強勁復甦。
- ◆ 投資者應該堅守自己的投資計劃，並透過黃金及其他多元資產類別分散風險。

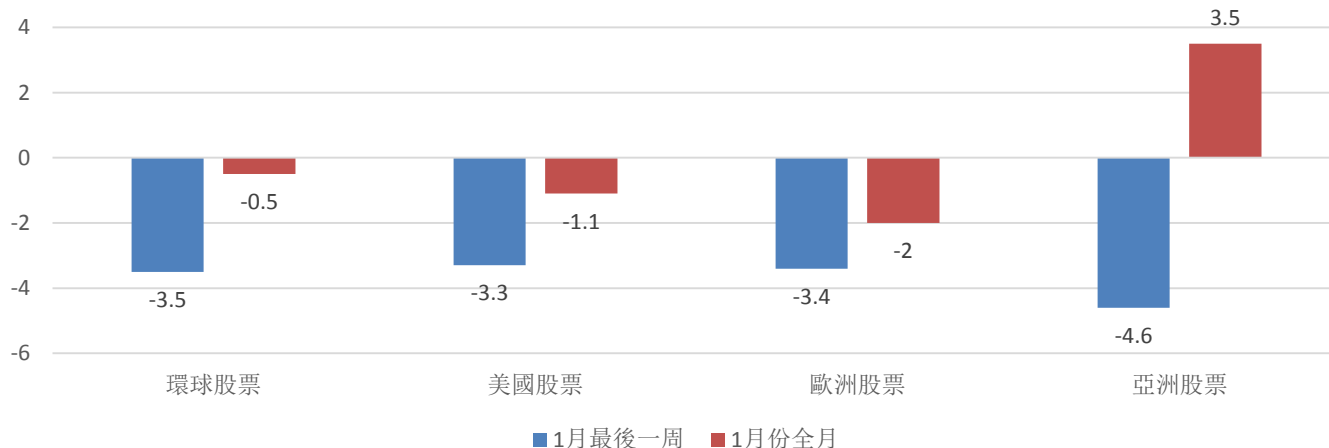
美國公佈1.9萬億美元的大規模財政刺激方案，帶動市場於1月進一步上漲。美國國會尚未通過方案，但其前景已經引領市場走高。

疫苗接種計劃正在全球各地穩步推進，但很多國家仍在應對出現新一波疫情及病毒變種。

**1月最後一周再現波動。**1月底市場波動，顯示投資者憂慮疫苗推出的進展和新的病毒變種。除此以外，市場亦出現異常活動，大量散戶投資者買入預期股價下跌的股份，這導致市場出現意料之外的波動，遭遇「大舉沽空」的公司最終飆升，與預期相反，引發數家對沖基金公司陷入流動資金困境，令市場更加動盪。

這一情勢意味著，在年初增長的環球股票最終在1月最後一周失去部分漲幅（圖1）。在1月份的最後一周，美股下跌了3.5%，而亞洲不同市場跌幅則介乎1.9%至7%之間。即便如此，這仍使今年環球股票表現持平。

圖1：1月股市初獲得增長動力，直至上周下挫  
股票市場表現%（1月最後一周與1月份全月比較）



資料來源：彭博、滙豐。截至2021年1月29日。投資涉及風險。往績並非未來的指標。僅供說明用途。環球股票：摩根士丹利資本國際所有國家世界指數；美國股票：標準普爾500指數；歐洲股票：歐洲斯托克50指數；亞洲股票：摩根士丹利資本國際所有國家亞太區（日本除外）指數。



曾偉仙

滙豐財富管理及個人銀行業務  
環球財富管理策略研究主管



Willem Sels

滙豐私人銀行  
環球首席投資總監

## 處於多事之秋，1月的兩個教訓

首先，**波動性的爆發可能是出人意料的**。投資者需要維持多元化的投資組合，為預料之外的狀況作好準備。基於多項基本因素，例如預期於 2021 年出現周期復甦、疫苗接種計劃、財政刺激措施等，我們仍然對投資於股票等風險資產充滿信心，但市場可能出現短期震盪，或會因預期意外事件而下挫。

這是我們的投資組合黃金持倉偏高的原因，因為在市場持續波動的時期，黃金能夠保障投資組合。由於低息環境持續，我們偏好黃金多於優質債券。

其次，**估值可能會引起周期性緊張**。股票估值並不便宜是有目共睹。低息環境、高流動性及增長前景改善均有助推高股價，這代表市場可能較容易受到預期以外的短期不利消息影響，例如冠狀病毒的新變種。

推高股價的因素值得我們退後一步深思。股票受到兩大因素推動：**投資者情緒和企業盈利**。盈利倍數通常反映投資者情緒，而企業匯報的利潤（或虧損）主要反映企業盈利，這兩個因素最終帶動股票表現。

眾所周知，市盈率代表的盈利倍數一直長時間處於高位。由於市場流動資金仍然充裕，我們認為這是合理現象。各國政府仍在推行寬鬆貨幣政策，加上利率處於歷史低位，部分情況下甚至出現負利率，導致借貸成本低企，雖然原意是供應大量流動資金以刺激經濟，但最終大部分流動資金流入金融市場，令估值水漲船高。我們認為短期內刺激措施不會撤回，原因是全球經濟需要流動資金支持。

由於預期消費者需求回升，預期企業盈利將從 2020 年的水平反彈約 20%，視乎不同市場而定（圖 2）。我們的分析顯示，儘管投資者情緒（參考市盈率）受到輕微打擊，但由於企業盈利有望於本年度反彈，股市表現可能仍然向好。

### 底線：堅守投資計劃

**堅守計劃、持續投資和分散風險**。我們的投資主題是把握本年度的周期性復甦。

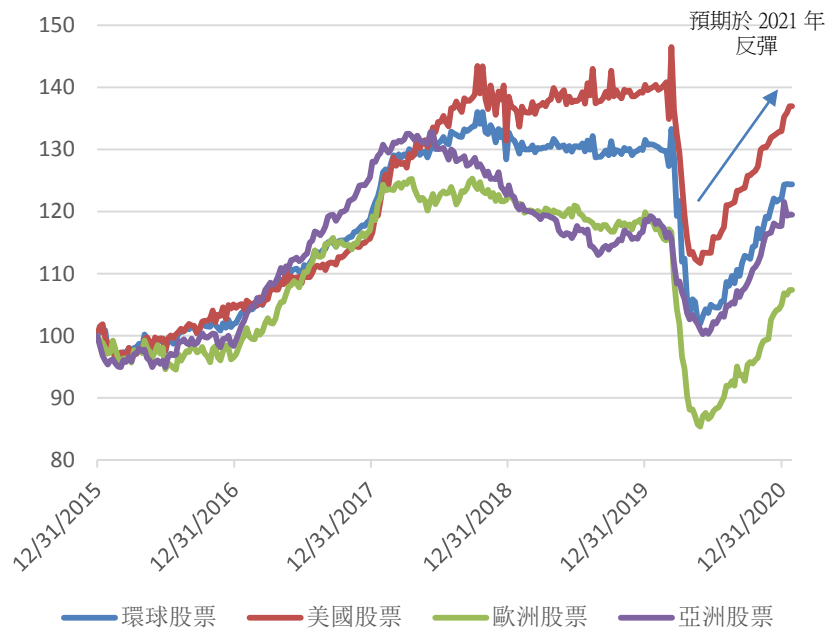
儘管近期股市波動，但基於經濟和企業基本因素，我們仍然主張此投資主題。

正如我們曾撰文提及，由於大規模推出疫苗以及服務行業能否重啟的複雜性，本年度的經濟復甦難免有可能起伏不定。

從投機角度來看，我們將視任何短期波動為投資機會，可以透過較低估值增持看漲的股票主題。

在多元化環球股票配置中，我們仍然看好美國、英國和中國股票，並偏好周期性行業。

圖 2：預期企業盈利反彈  
12 個月預測企業盈利的預期



從 2015 年底起以 100 為基數。資料來源：Refinitiv Datastream，截至 2021 年 1 月 28 日。投資涉及風險。往績並非未來的指標。僅供說明用途。環球股票：摩根士丹利資本國際所有國家世界指數；美國股票：摩根士丹利資本國際美國指數；歐洲股票：摩根士丹利資本國際所有國家歐洲指數；亞洲股票：摩根士丹利資本國際所有國家亞太區（日本除外）指數。

# 免責聲明

本文件或影片乃由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP於香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由加拿大滙豐銀行（包括其一個或多個附屬公司滙豐投資基金（加拿大）有限公司（「HIFC」）、滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司（「HPWS」）、滙豐證券（加拿大）有限公司的分支機構滙豐投資通（「HIDC」）、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、HBAP及滙豐銀行（新加坡）有限公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資管理於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐環球投資管理目前的投資組合構成。滙豐環球投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來的表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表HBAP的觀點，並以HBAP的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

我們對於任何第三方資料的準確性及／或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

## 有關滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司（「AMCA」）的重要資料

滙豐環球投資管理從事投資顧問和基金管理業務，包含多間公司，由滙豐控股有限公司最終持有。滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司為加拿大滙豐銀行的全資附屬公司，屬獨立實體。

## 有關滙豐投資基金（加拿大）有限公司（「HIFC」）的重要資料

滙豐投資基金（加拿大）有限公司是滙豐互惠基金的主要分銷商，並透過滙豐環球智選投資組合服務提供滙豐匯集基金。滙豐投資基金（加拿大）有限公司是滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司的附屬公司，同時也是加拿大滙豐銀行的間接附屬公司。滙豐投資基金（加拿大）有限公司在加拿大所有省份（愛德華王子島除外）提供產品及服務。互惠基金投資受風險影響，請在投資前閱讀基金資料。

## 有關滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司（「HPWS」）的重要資料

滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司是加拿大滙豐銀行的直接附屬公司，其服務遍及加拿大各省（愛德華王子島除外）。私人投資管理服務是滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司提供的全權委託投資組合管理服務。根據這項全權委託服務，參與客戶的資產將由滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司或其委託的投資組合經理投資於證券，包括但不限於股票、債券、匯集基金、互惠基金和衍生工具。

## 有關滙豐投資通（「HIDC」）的重要資料

滙豐投資通(HSBC InvestDirect)是加拿大滙豐銀行的直接附屬公司，屬獨立實體。滙豐投資通(HSBC InvestDirect)僅提供執行訂單服務。滙豐投資通(HSBC InvestDirect)不會對客戶戶口結存或客戶或其授權代表交易的任何人士提交的訂單進行適合性評估。客戶對其投資決策和證券交易承擔全部責任。

我們對於任何第三方資料的準確性及／或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

\*本文件為滙豐環球研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司和加拿大滙豐銀行已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的内容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2021。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。