

经济衰退指标快讯

市场底部在哪里？



Jeffrey Schulze
注册金融分析师
董事
投资策略师



Josh Jamner
注册金融分析师
副总裁
投资策略分析师

我们现时估计经济衰退的机率为 75%，而经济衰退风险仪表板的部份主要指标尚未全面反映新型冠状病毒疫情带来的经济冲击。

重点

- 虽然正式宣布经济衰退只是时间问题，但凯利投资经济衰退风险仪表盘于 4 月份转差，进一步踏入红色信号代表的经济衰退区间。
- 失业水平偏高，加上面对风险的消费者不愿恢复消费，可能限制了分阶段重启经济的进程；这些因素或会延迟市场形成坚固底部的步伐，并触发短期波动。
- 凯利投资经济复苏仪表盘维持整体红色或衰退信号，其中两项指针于月内改善，但有一项指标恶化。

已符合经济衰退条件

随着美国经济在第一季收缩 4.8%，目前当地正式宣布衰退只是时间问题，而非是否会出现衰退。美国国家经济研究局（NBER）将衰退界定为“经济体系内的经济活动显著下跌，并持续数月以上，通常见于实质国内生产总值、实质收入、就业、工业生产和批发零售销售”。我们相信，目前经济显然已符合这些条件，但 NBER 一贯采取较审慎的态度，通常在事后一段长时间才宣布经济曾陷入谷底。于环球金融危机时，当局在危机高峰期后 11 个月才作出有关公布。

相比之下，凯利投资经济衰退风险仪表盘维持整体红色信号，持续显示经济出现衰退。两项指标于月内转差：零售销售在 3 月份下跌 8.7%，其后信号由绿转为红，就业信心亦转逊，由黄转为红。这些变化反映企业因疫情而停

工，导致申领失业救济金的人数大幅上升，令消费市场明显转弱。

凯利投资经济衰退风险仪表盘

	2020年 4月30日	2020年 3月31日	2020年 3月1日
金融			
收益率曲线	×	×	×
信用利差	×	×	×
货币供应	▲	▲	▲
通胀			
工资增长	×	×	×
商品	×	×	▲
消费者			
住宅营建许可宗数	▲	▲	▲
申领失业救济金人数	×	×	▲
零售销售	×	▲	▲
就业信心	×	●	●
商业活动			
供应管理协会新增订单	×	×	●
毛利润率	×	×	×
卡车货运量	▲	▲	▲
整体信号	×	×	●
	▲ 经济扩张	● 审慎	×

资料来源：凯利投资、劳工统计局、美联储、美国人口普查局、供应管理协会、商务部经济分析局、美国化学理事会、美国卡车运输协会、美国经济咨商局和彭博。

鉴于环球多国陆续放宽居家限制，投资者开始关注潜在经济复苏的进程。不过，这些憧憬可能言之过早，因为过往

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。
请参阅末页的重要信息。

反映经济和大市形成坚固底部的条件尚未出现。具体而言，凯利投资经济复苏仪表盘仍然维持整体红色或衰退信号。

然而，三项指标于本月出现变化，其中两项改善，一项恶化。投资信心由黄转为红，消费信心及费城联邦储备局均为绿色。性质上，后两者属“逆向指标”，即一般在出现重要转折点期间会恶化至极悲观的水平。就此而言，美国经济咨商局的消费信心指标录得有史以来第二大月度跌幅，费城联邦储备局制造业营商前景调查亦处于历来第三低水平，这项指标是量度大西洋中部地区活动，即供应链的基本原材料初期经过之地。

凯利投资经济复苏仪表板的过往纪录

	2020年4月	2020年3月
信心		
消费信心	▲	×
商业信心（美国供应管理协会）	×	×
投资信心	×	●
经济		
建筑工程许可	×	×
申领失业救济金人数	×	×
费城联邦储备局	▲	●
金融		
信用利差	×	×
美联储政策	▲	▲
金融状况	×	×
整体信号	×	×

▲ 扩张 ● 改善 × 衰退

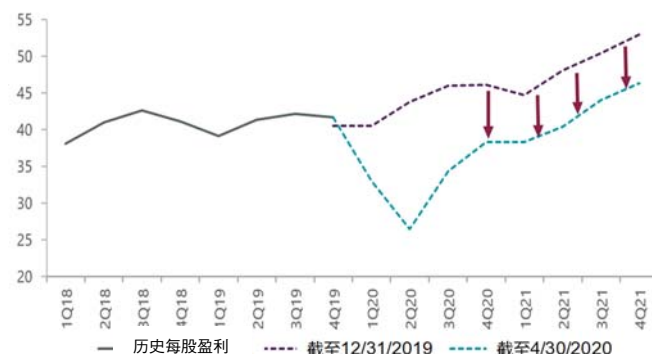
资料来源：凯利投资、FactSet、彭博、美国经济咨商局、美国人口普查局、美联储、FRBPA、芝加哥联邦储备银行、美国供应管理协会、美国劳工部、彭博/巴克莱、美国个人投资者协会、美国投资者情报及穆迪。

市场反映经济迅速复苏

我们事后才能得知大市是否已经见底，但股票价格反映未来前景乐观。虽然盈利增长水平走低，但今年稍后以至明年的增长趋势，依然与疫情前的预期相若。换句话说，许多投资者只是推延经济增长的预期，而非在市场短期回吐后改变预期。因此，盈利受压带动市场的市盈率大幅上升。我们从中得知，市场价格反映经济状况将在劳动节与万圣节之间回复常态。

中期盈利预测仍然向好

标普 500 指数一季度每股盈利预期（美元）



资料来源：标准普尔、FactSet。过往表现并非未来业绩的保证。指数为非管理式指数，不可作直接投资。指数回报并不包括费用或销售费。本资料仅供说明用途，并不反映实际投资的表现。

许多看好后市的投资者均认为，市场正忽略短期弱势，反而进一步放眼未来。然而，这是一个异常现象。往绩显示，股市表现更为短视（六个月），其走势较紧贴未来一季或两季的盈利及经济增长。举例说，回顾 2009 年，标普 500 指数在企业盈利跌至谷底前一个月触底。

小型企业的商业活动复苏还需时日

随着各地重启经济，相信劳工市场将继续疲弱，经济亦可能出现“气囊”（air pocket）。这个观点源于我们相信，众多小型企业在美国首现疫情之前已经受压。在疫情爆发前，凯利投资经济衰退风险仪表盘亮着黄色信号，企业利润指针则为红色。零售、旅游和休闲等范畴的最受疫情影响企业均大规模裁员，即使许多不太受影响的公司亦裁减员工。

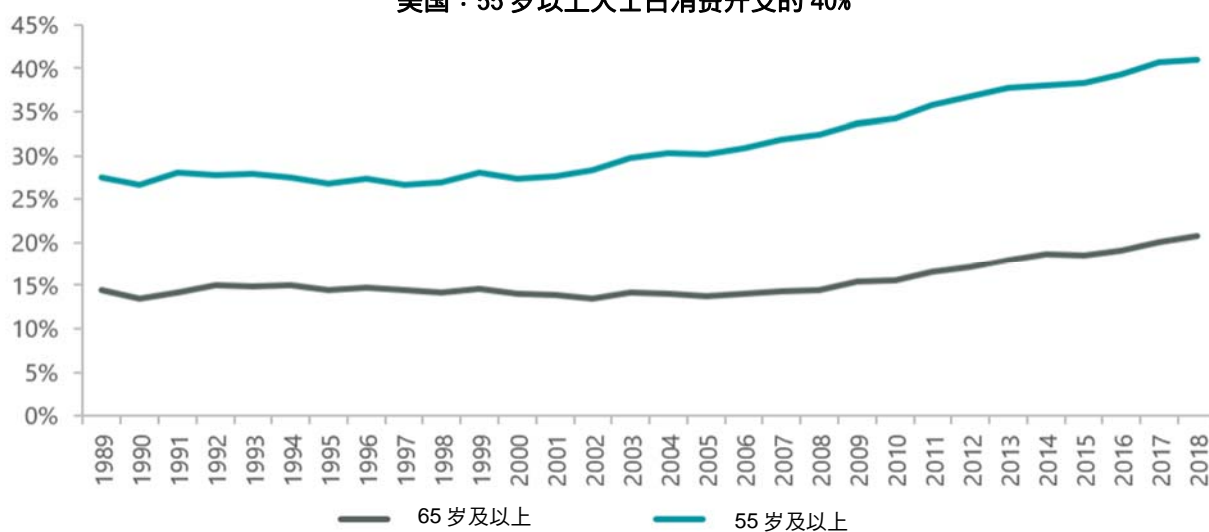
近期，哈佛大学及芝加哥大学教授团队发表了一篇文章，亦足以证实这个情况。作者们调查了超过 5,800 家小型企业，发现所有企业的员工人数较 1 月份下跌 40%。重要的是，即使是继续营运的企业，其全职员工人数平均减少 17.5%。我们相信当经济重启时，许多已削减的工作岗位不会重设，因而使失业率持续高企，并遏制消费开支。

在疫苗或经验证的病毒疗法出现之前，上述情况或会促使消费行为转变，为经济增添不利因素。目前，55 岁以上人士占美国本地消费的 40%，这部分人群较容易感染新型冠状病毒，亦更有可能留在家中。此外，中国是环球首个疫后重启大部份经济环节的国家，当地早期数据显示，消费者仍远离人群聚集的地方，而且不愿进行面对面交易。重要的是，即使中国已重启经济，但基本上尚未对海外人士开放边境，生活看来还未回复正常。重启经济的挑

战重重，随着限制放宽，中国香港和新加坡等地的感染个案上升。

年长的消费者不大可能外出及消费

美国：55岁以上人士占消费开支的40%



截至2018年12月31日。资料来源：劳工统计局。

最后，我们认为国内生产总值尚未见底。政策官员已经提供重要的流动资金渠道，可在短期提振金融市场和维持经济活力。然而，随着经济重启，许多依赖人与人之间紧密接触的业务模式可能仍面对挑战。有见及此，我们保持警惕，特别是历史反映熊市一般经历三个阶段：1) 市场急跌，然后 2) 超卖带动市场反弹，接着 3) 出现调整期，可

能令看好和看淡市场走势的投资者均感到沮丧。我们相信，经济开始重启或许标志着市场步入最后阶段。因此，市场可能于未来数月反复波动，考验投资者的决心。中期而言，我们将继续观察凯利投资经济复苏仪表盘，寻求经济和市场形成坚固底部的迹象。

凯利投资经济衰退风险仪表板于 2016 年 1 月创建。对 2016 年 1 月份之前发出的信号参考，是基于当时各成分指针中相关数据的表现。

重要信息：

本文件乃根据美盛子公司凯利投资的意见拟备。本文件为凯利投资分析师 Jeffrey Schulze 和 Josh Jamner 截至 2020 年 5 月 5 日的判断，或会因市场或其他因素而随时改变，亦可能与其他投资经理、专业人士及公司整体的观点或有不同。

资料来源：美盛及凯利投资。本文件由美盛资产管理香港有限公司（「美盛」）仅提供给透过中华人民共和国（「中国」）的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品（「QDII 理财产品」）投资的中国投资者。投资者在投资本文件内提及的任何项目前应细阅相关文件，如有需要请透过相关中国的商业银行及/或其他专业顾问寻求专业咨询。请注意，美盛及其关联公司仅为 QDII 理财产品投资于境外基金的经理，并不获任何中国监管机构批准在中国从事业务或投资活动。

本文件只作参考用途，并不构成要约或招揽中华人民共和国的公众认购或出售任何投资项目。本文所载信息不应被视为投资、法律、税务或其他建议，亦不应作为作出投资或其他决定的依据。个别证券的提述并不构成亦不应视为购买、持有或出售有关证券的意见或任何建议，而任何有关个别证券（如有）的信息并不能构成足够依据去作出投资决定。本文件并不构成美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事在中华人民共和国进行任何商业活动。

本文件所载观点并不拟作为对未来情况推测、或对未来业绩的保证。本文内表达的所有观点反映美盛在本文件刊发当天的观点。该等观点可随时因应市场或其他状况而更改，不会另行通知。本文件所载数据乃根据相信可靠的资料来源拟备，但并不保证资料的准确及完整性。基金分配、持有及特性可随时更改。过往数据可能不时经数据提供者重新调整。美盛香港、其关联公司及人士、高级人员或董事可能就本文件所载的证券的认购或出售有利益关系。

投资附带风险。过往表现并不预示未来业绩。美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事对任何因使用本文件或其内容而引致的任何损失概不负责。本文件的内容属保密资料及专有内容，仅供收件的客户使用，并且不得在未得到美盛的书面同意下以任何方式复制、派发或发表。本文件可能在某些地区限制派发。任何人士管有本文件应就有关限制详情征询意见，并遵守该等限制（如有）。 CN2005006