

# 评估新型冠状病毒的尾部风险情境

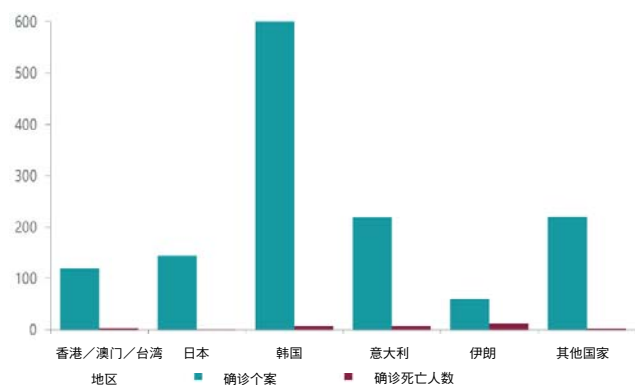
## 本文要点

- 随着中国以外地区公布的新型冠状病毒（新冠肺炎）病例增加，爆发为全球大流行的风险上升，削弱投资者的信心，并对股票市场造成压力。
- 病毒的潜伏期长，降低了测试和检疫工作的成效，而研制疫苗可能需要多个月的时间，成功率也不高。
- 如果出现大流行的情况，经济政策便可能会迅速扩张，形成一段通货再膨胀和名义增长率上升的期间，为周期性价值股和对经济敏感的增长股带来支撑，尤其是在欧洲、日本和新兴市场。

## 疫情全球扩散导致股票市场加剧波动

受到新冠肺炎（即 2019 新型冠状病毒“COVID-19”）疫情所影响，直至过去数天，之前的基本市场动态变化不大。经济悲观情绪导致周期性股遭抛售，大量资金涌向作长线投资，引发市场对债券和“颠覆创新”长期增长股的狂热。这导致价值股对比增长股和动量股，遭到严重打击。直至上周疫情扩散至意大利和伊朗的消息传出之前（图 1），市场反应似乎仍认为新冠肺炎大致上受到控制，仅限于在中国及其邻近地区发生，疫情也已经达到顶峰，相信对经济只会造成有限度和短暂的影响。投资者认为发生更严重和更大范围的大流行的可能性颇低。这从市场对全球龙头科技公司因疫情引致中国业务放缓而发出季度盈利警告的反应可见一斑：公司股价仅下跌 1.5%，并随即在第二天反弹回升。市场信心是否存在概率误差？

图 1：中国内地以外地区公布的个案增加



截至 2020 年 2 月 21 日。资料来源：彭博。

在考虑这个具有重大投资启示的问题时，我们聚焦于科学家与医生的想法和意见。我们将分享其中一些重点，主要来自英国的研究周刊《新科学家》（New Scientist）最新一期专题探讨新型冠状病毒的文章。阅览这些文章后，我们一般认为投资者可能低估了全球大流行的可能性。尽管债券和黄金价格显示令人担忧的信号，但估值和盈利假设都未有预期疫情会带来更广泛的影响。具体情况因板块和地区而异，但总体股价应更易受中国以外地区的疫情传播所影响，尤其是具投机价值的科技和颠覆创新的公司。显然，有证据显示病毒出现突变，并形成死亡率较高的大流行的可能性低，但其病征温和和容易造成全球扩散。

以下是一些主要观察结果：

疫情已扩散到至少 23 个国家，但仍未有足够数据支持做出关于死亡率和传播率（R0 因子）的结论。由于缺乏有关新冠肺炎死亡或康复个案的可靠数据，科学家只可将焦点集中于了解病毒行为，以及过去爆发疫情期间汲取的教训。

疫情结束（R0 因子低于 1），需基于以下三种情况：患者死亡或产生免疫力、获得有效的疫苗或改变其行为以防止传播。可惜，新冠肺炎的病征温和，加上无症状期较长，可能导致病毒的发病期更长，换言之初期未被诊断的个案数目可能更多。

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。

美国约翰·霍普金斯大学（Johns Hopkins）的 Eric Toner 博士对当前检疫工作的成效并不乐观，因为许多病毒携带者在求医之前长达 10 天都仍然处于健康状态。意大利正致力寻找国内的零号病人（即病毒源头），同时继续对米兰和伦巴第大部分地区实施隔离封锁。事实上，年轻和健康的“超级传播者”往往更加活跃好动，因而影响检疫工作的成效，未能发挥如应对严重急性呼吸道综合症（SARS）、埃博拉病毒（Ebola）和中东呼吸综合症（MERS）时的效用。

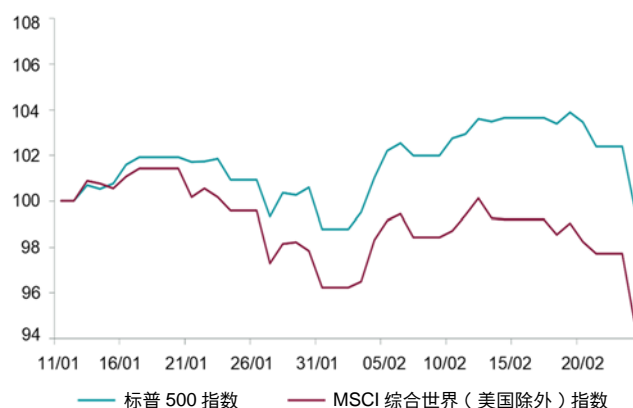
疫苗和治疗药物的研发起码需要数月，甚至可能至少一年的时间。科学家对现有的 SARS 疫苗并不乐观，但目前仍就有关疗法进行测试。抗体是治疗病毒感染的最佳方法，这是一种可黏附并杀死病毒的大蛋白质。这种方法可加强人体自然免疫反应，因为我们的免疫系统可能需要多达两星期的时间才可自然产生抗体。使用抗体相对安全，而科学家能够迅速研制的机会相当高。挑战在于大量生产，因为仅用于测试目的就可能需要一至两个月的时间。中国一家领先的生物科技公司已筹组一支 100 人的庞大研究团队，以寻求有效的治疗方法，并计划可创纪录地在四至五个月内开始批量生产。然而，到其时疫情爆发可能已导致更多人群受到感染，因而未能如原订目标般生产足够的抗体。治疗病毒感染的第二种方法是小分子药物。这些药物通常容易制造，并可通过丸剂形式服用，但病毒学家 Jonathan Ball 指出，99% 的小分子药物会迅速失效，以致使研发出针对新冠肺炎病毒的新型疗法变得不切实际。最佳方法是找到一种有效的现成药物，故医生正在测试许多用于治疗埃博拉和艾滋病毒（HIV）的候选药物。

欧洲疾病预防控制中心的模型显示，即使对所有入境旅客进行测试，仍将无法捕获 75% 的潜在病毒携带者。结论是：“因此，新冠肺炎病毒很可能会在全球多个城市中爆发大流行。”香港大学的梁卓伟教授在医学杂志《柳叶刀》（The Lancet）上表示赞同，并敦促各界“应作好准备，在全球快速部署准备计划和缓解措施。”令人遗憾的是，根据世界卫生组织（世卫组织）最近委托进行的独立研究报告指出，只有少于 5% 的国家已作好充分准备，迅速应对疫情。伦敦大学卫生与热带医学院的 David Heymann 曾协助世卫组织筹组应对 SARS 的行动，他担心新冠肺炎病毒“入侵一个混乱和贫困的大城市”所造成的影响。疫情已经扩散到印度和菲律宾，但他认为至今还未受到感染的非洲将会是最大的风险。随着疫情现已蔓延至地中海地区，与非洲只有一海之隔，有关风险也相应提升。

## 潜在的投资启示

即使新冠肺炎的死亡率不高，但全球大流行对经济造成破坏的时间和程度将显著增加。如果投资者的情绪开始反映疫情扩散至中国以外地区的概率增加，可能会对股价造成下行压力。上周中国以外地区公布的个案有所增加，导致标普 500 指数触及自 8 月以来的最低水平（图 2）。中国、欧洲和新兴市场的能源、商品、运输、金融、零售和耐用消费品已经受到疫情对经济打击的即时影响，因此预期这些板块未来所受的压力或会略为减少。显然，防御性股票和债券相关投资，以及黄金股可能跑赢大盘。在市场广泛出现抛售的情况下，主动型和被动型基金普遍都会持有的动量股可能面对最大风险，这类投资较为拥挤且此前持续被追捧。在这些科技和消费相关的公司中，许多将经历供应链和终端用户需求中断。

图 2：自录得首宗死亡个案以来，美国和国际股票的表现



截至 2020 年 2 月 24 日。资料来源：彭博。于 2020 年 1 月 11 日将指数重订至 100。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。

## 短期影响

短期来看，经济明显下行和市场调整将导致决策官员增加财政和货币刺激措施。经济状况可能迅速转趋扩张，情况如 2008 年全球金融危机期间一样，从而形成一段通货再膨胀和名义增长率上升的期间。在政策再度明朗化的推动下，将导致周期性价值股和对经济敏感的增长股急剧反弹，尤其是在欧洲、日本和新兴市场。纵然市场在展现曙光之前，情况可能会进一步恶化。但现时由疫情引发的经济下行，可能反而会转变国际价值股长期受压的情况。

**重要信息：**

本文件乃根据美盛子公司凯利投资的意见拟备。本文件为凯利投资截至本文日期的判断，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。

信息来源：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。

本文件仅作参考用途，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性及完整性。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）。

CN2003001

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。