

# 全球股市——震荡过后的局势盘点

## 短期内市场将维持动荡格局，投资者可耐心等待更好的入市时机

2024 年 8 月 6 日，首席投资官办公室及宏观研究部

作者

GRAHAM SECKER  
gsecker@pictet.com

DJÂAFAR ABALLECHE  
daballeche@pictet.com

AURÉLIEN CHARTON  
acharton@pictet.com

MILÈNE DUMONT  
mdumont@pictet.com

快讯

### 概要

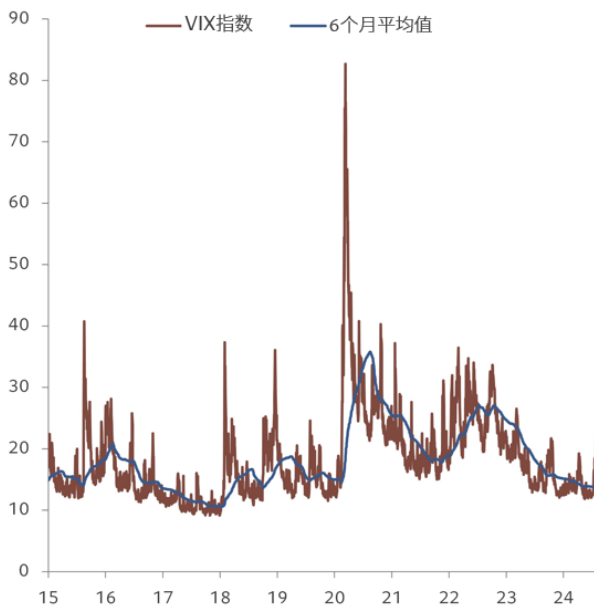
- 过去几周股市的回调并非特别不同寻常，但鉴于此前一段时间波动性较低，因此市场对下跌的感受相对更为强烈。触发股市回调的原因可能多种多样，但在“增长恐慌”浮现并引发某种程度的投资者投降式抛售（目前尚未见到）之前，回调很少会宣告结束。
- 我们的经济学家预计，当前的增长恐慌不会发展为经济衰退，而经济衰退才是最有可能促使股市从战术性回调进入长期下跌的催化因素。然而，股市的长期前景虽然看似良好，但我们预计当前不确定性和波动性高企的情况将会持续一段时间，并将在夏末迎来较好的入市时机。
- 虽然标普 500 指数较 7 月 16 日的高点已下跌 8%，但我们的业绩和估值框架显示风险回报仍偏向下行。如果标普 500 指数回落至 12 个月平均水平(4900)附近，且 12 个月远期市盈率估值倍数更接近 17.9 倍的 10 年平均值，而不是当前所见的 19.4 倍，我们会比较愿意增加持仓。
- 从峰值下降 23%后，日本股票的风险回报状况显著改善，周一收盘时的估值倍数已降至疫情后的最低水平（东证股价指数 12 个月远期市盈率为 11.8 倍）。

仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

## 更艰难的时期

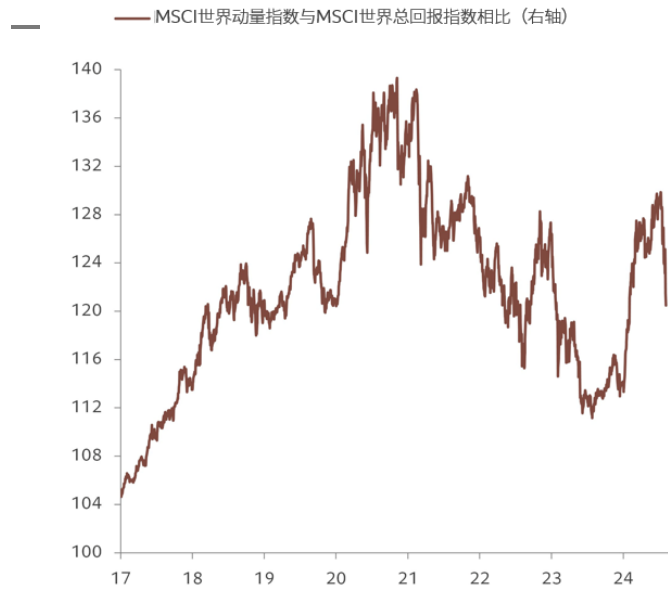
经过一段波动性极低的时期后，表现趋势在过去几周变化显著，引发了更广泛的宏观担忧并催生了近年来最大的趋势反转之一，动量因子的急剧下跌便是证明（图2）。

图 1：波动性从过去 5 年低点飙升



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

图 2：MSCI 世界动量指数表现大幅回落



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

在我们看来，风险资产展望在此前几个月中就已持续恶化。这促使全球投资委员会(GIC)在6月底作出了减少股票持仓的决定，考虑因素如下：

- 1) 宏观消息面转弱。第二季度，彭博经济意外指数转为负值。然而，可能是得益于信贷市场平稳以及下半年降息预期的支撑，直至7月初主要股指一直保持坚挺。然而，7月底领先经济指标再度下跌，加上美国劳动力市场出现恶化迹象，引发了投资者对经济衰退的担忧。
- 2) 企业盈利不确定性增加。第二季度财报季美国和欧洲企业盈利“超预期”的比例保持正常水平，但作为后顾性指标，该指标带给市场的安慰有限。展望未来，市场对2024年下半年企业盈利健康增长的普遍预测目前似乎面临着宏观情绪走弱以及一系列备受关注的盈利预警（尤其是消费品企业）的挑战，这可能预示着未来企业利润率将会下降。我们预计，此后盈利下调的趋势将会加速（符合每年8月至9月的常规季节性模式）。
- 3) 地缘政治风险。每年8月至10月通常是风险市场波动性最高（回报最低）的时期。今年，11月初美国大选和中东局势进一步升级的风险使情况变得更加复杂。根据风险市场最厌恶不确定性的经验法则，当前的季节性因素和地缘政治环境对有意重新入场的投资者构成了相当大的阻碍。

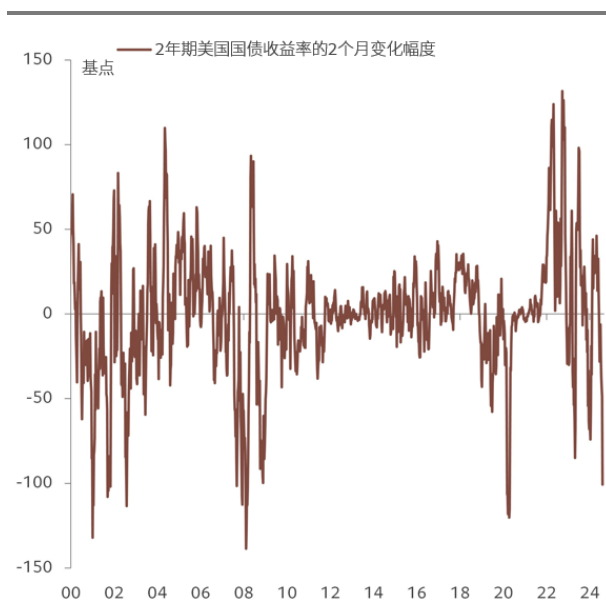
仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

4) 日元。尽管日元在大约一周前才真正开始强劲升值，但实际上汇率触底是在7月3日，即MSCI世界指数见顶的两周之前。对于试图评估分析上行/下行风险状况的投资者而言，套利交易整体情况的不明朗成为不安情绪的又一来源。

### 股市回调→增长恐慌→投降式抛售

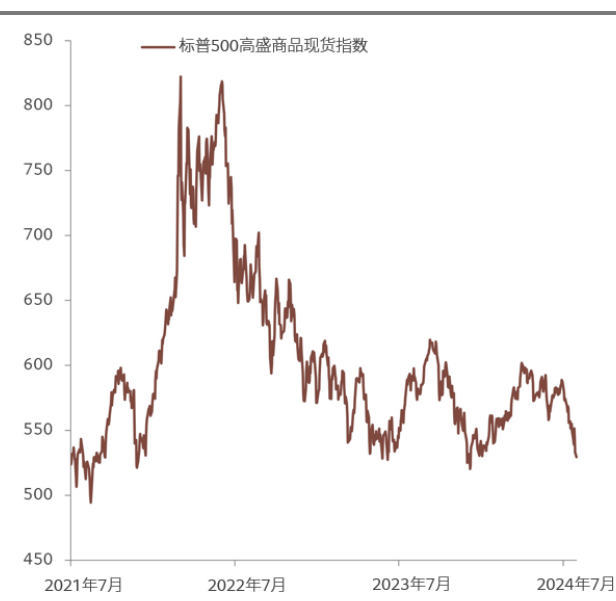
经验告诉我们，把握时机逃顶以及确定市场由涨转跌的确切触发因素历来是待解的难题。然而一旦回调启动，通常会分三个阶段展开。第一阶段，回调最初会被视为“市场事件”。第二阶段，这种观点随后会转变为对更广泛的宏观经济“增长恐慌”的担忧。第三阶段，随着投资者选择去风险化，此后市场会出现一定程度的投降式抛售。目前，我们很可能正处于第二阶段，具体表现为利率预期大幅下降（图3）以及大宗商品价格下跌至三年低点附近（图4）。

图3：2年期美国国债收益率在两个月内罕见下跌逾100个基点



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至2024年8月5日

图4：标普高盛商品指数(S&P GSCI Commodity Index)接近三年低点



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至2024年8月5日

虽然日本股市下跌及VIX指数上升可能会令投资者以为已经出现一些类似于投降式抛售的行为，但我们对此持怀疑态度，同时需要指出目前标普500等重指数仅从高点下跌了不到6%。此外还需注意，7月份股市资金流入十分健康（尽管如上所述环境有所恶化），而美国商品期货交易委员会(CFTC)数据也显示，上周初资产管理基金对标普500指数期货的持仓处于高位。

仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

## 等待股票风险回报状况改善

我们认为，当前风险资产的动荡更像是短期战术性事件，而不会影响股市的较长期展望。最可能导致这一判断发生改变的因素就是美国经济放缓程度超出预期（例如劳动力市场疲软引发经济衰退），因为这将引发股票估值和企业盈利收缩。正如我们的经济学家此前所述，虽然下半年美国经济增长很可能会放缓至趋势水平以下，但爆发经济衰退的概率不大。

在不发生经济衰退的情况下，我们仍看好股市的较长期前景，但同时我们也认为股市在未来一段时间内难改弱势格局，因此目前并不急于加仓。虽然我们认为目前断定市场走势仍为时过早，但以下三个催化因素可能会促使股市企稳：

- i) 对经济增长的信心改善。特别是，经济先行指标上升，或者有迹象显示美国劳动力市场并未显著恶化。
- ii) 市场出现投降式抛售。如上所述，我们认为这种情况尚未发生，并且认为只有当指数远低于当前点位时才会触发这一现象。
- iii) 估值下降。虽然美国以外的股票估值已趋于合理，但美国股票估值依然较高，而全球股市将继续跟随美国股市的走势而动（见下文）。因此，第三个催化因素也只有在指数低于目前点位的情况下才有可能发挥作用。

## 衡量回调

当前这种回调时期对投资者而言总是十分艰难。考虑到资本损失的可能性，这一点听起来可能显而易见，但市场波动往往会出现在上行和下行两个方向。这种双向波动性要求投资者保持冷静，避免被短期市场行为所左右。在此背景下，我们认为应当保持适当的业绩和估值框架，以平衡整体风险回报前景和评估未来的潜在入市时机。

因此，我们绘制了主要股指的分析图表供您参考（见下文）。

### 标普 500 指数——估值仍处于高位，风险回报在 4,900 点会更具吸引力

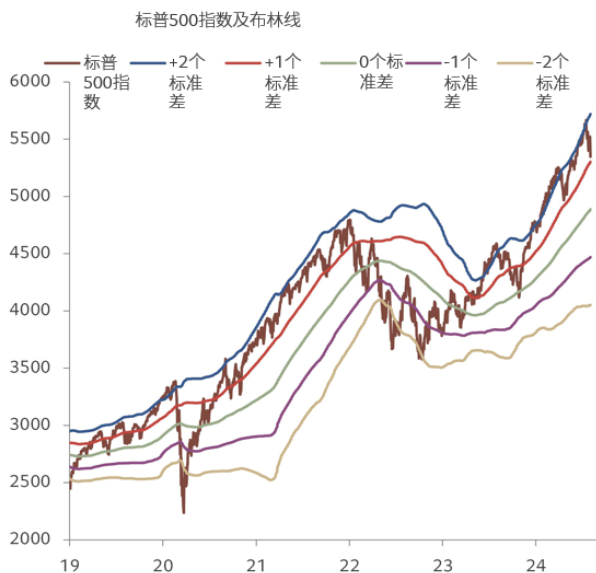
图 7 显示了标普 500 指数的股价表现以及布林线，布林线旨在表示现价水平与 12 个月平均值之间的标准差（也称为 Z 分数）。市场在过去一年的大部分时间内一直遵循典型的牛市模式，即股价表现基本保持在+1 至+2 个标准差区间内。考虑到上述各种不利因素，我们认为这种局面或难以持续，但也不会像 2022 年一样陷入熊市模式（即标普 500 指数走势接近于-2 个标准差）。2022 年，通胀飙升一度引发了各类资产市场全面走跌。

我们认为，如果标普 500 指数回落至略低于 4,900 点的 12 个月平均水平（既不代表牛市也不代表熊市模式），风险回报状况将变得具有吸引力。如果投资者希望将更大下行风险考虑在内（可能包括经济衰退、地缘政治事件或套利交易平仓活动增多），我们建议参考点为-1 个标准差（即略低于 4,500 点）。

仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

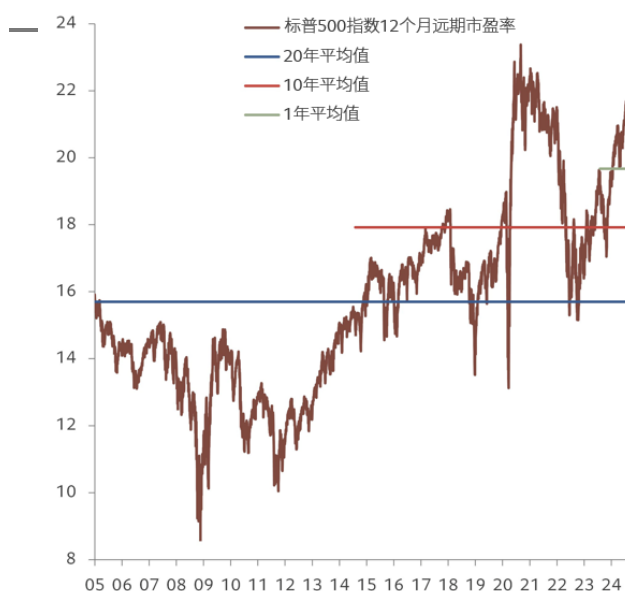
如图 8 所示，目前标普指数的 12 个月远期市盈率（N12M PE）为 19.8 倍，处于历史高位。如果考虑下行风险，我们认为 10 年平均值（17.9 倍）可作为一个不错的参考点，这意味着标普 500 指数从目前点位进一步下跌 10% 至 4,700 点左右。

图 7：标普 500 指数仍较 12 个月平均值高出 1 个标准差，面临下跌风险



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

图 8：标普 500 指数估值仍处于历史高位



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

### 日本股票——超卖 + 具有吸引力的估值水平

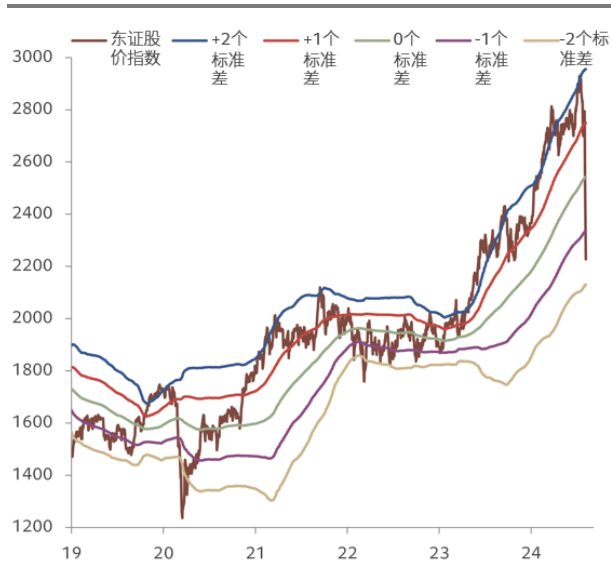
近日，日本股市的调整深度远大于标普 500 指数，截至周一收盘时，东证股价指数比 12 个月平均水平低 1.5 个标准差。虽然股指跌破 -2 个标准差（即“超卖”）的情况并不罕见，但这种级别的波动往往持续时间极为短暂且时机难以把握。

东证股价指数从 7 月初高点下跌 24%，对于日本股票估值产生重大影响实属意料之中，截至周一收盘时，东证股价指数 12 个月远期市盈率已降至 11.8 倍。这不仅低于长期平均值，也创下自 2020 年第一季度疫情最严峻时期以来的最低水平。估值水平很少可以作为良好的战术性指标，但对于指示长期机会却大有帮助，虽然市盈率回归 10 年平均值对于标普 500 指数意味着从当前水平下跌 10%，但对东证股价指数而言，则意味着较当前点位上升 22%。

值得注意的是，在周二反弹 9% 后，东证股价指数比 12 个月平均值低 0.6 个标准差（图 9），而 12 个月远期市盈率也回升至 12.9 倍，但仍比 10 年平均值低 10%。

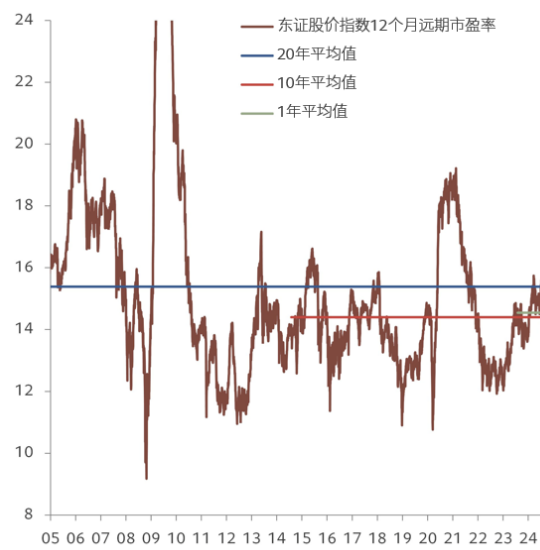
仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

图 9：周一市场重挫 12%推动日本股市接近超卖区域



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

图 10：东证股价指数的 12 个月远期市盈率处于 2020 年第一季度以来的最低水平



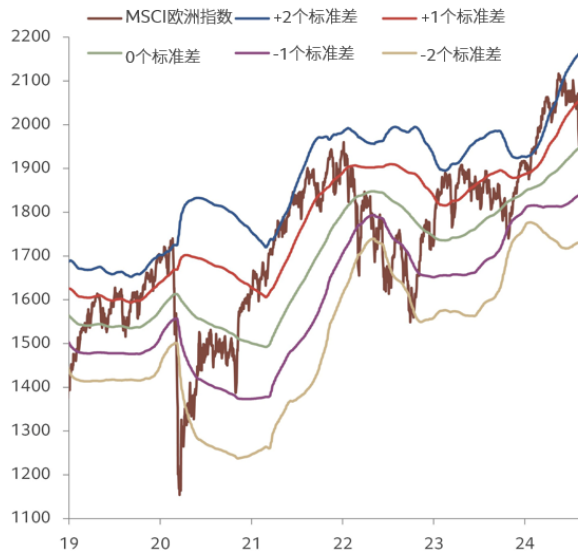
资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

### 按照我们的框架，我们对欧洲市场持中性立场

按照我们的框架，目前我们对欧洲股市并不持有强烈的观点，MSCI 欧洲指数的价格已恢复至 12 个月的平均水平（即该指数既没有超买也没有超卖）。12 个月远期市盈率为 12.8 倍，而估值则接近 20 年平均值，但低于 14.3 倍的 10 年平均值。

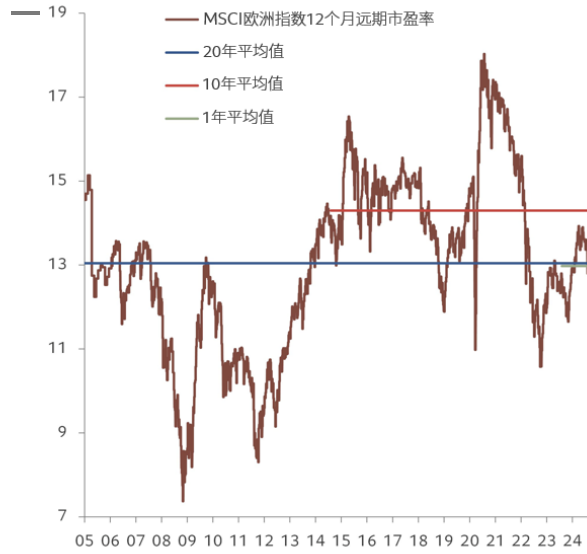
仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。

图 11: MSCI 欧洲指数已恢复至 12 个月平均水平



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

图 12: MSCI 欧洲指数 12 个月远期市盈率仅略低于长期平均水平



资料来源：瑞士百达财富管理、FactSet，截至 2024 年 8 月 5 日

仅供说明之用。过往表现并非未来表现的指引或保证。表现和回报可能因货币汇率波动而增加或减少。概不保证预测、预报或预期回报将会实现。该预测并非基于对过往表现的模拟。





(包括相关风险) 咨询专业顾问。

不可依赖本文件取代独立判断。本文件所提及任何投资产品的价值和收益可能起伏。市场价值可能受到经济、金融、政治因素、到期时间、市场状况和波动、发行人或参考发行人信用质量等因素变动的影响。此外，外汇汇率可能对本文所提及任何投资产品的价值、价格或收益产生正面或不利影响。因此，投资者必须愿意且能够承担所有风险，且收回的投资可能低于初始投入。

过往表现不应视作未来表现的指标或保证，BPCAL/瑞士百达香港分行不就未来表现做任何明示或暗示的声明或保证。

本文件不构成BPCAL/瑞士百达香港分行的投资政策或投资建议，仅包含执笔分析师的假设、观点和分析方法。此外，本文件中的信息、观点和估计仅代表在文件首次发布日期时的判断，可予以更改，恕不另行通知。

BPCAL/瑞士百达香港分行并无任何义务更新上述内容。

BPCAL/瑞士百达香港分行可能已发布或分发其他报告或文件，内容与结论可能与本文件中的信息不一致。

尽管本文件中的信息和观点来自据信可靠的来源，BPCAL/瑞士百达香港分行无法也不就其准确性或完整性做任何声明或保证。因此，对于因使用或依赖仅供参考的本文件而产生的损失，BPCAL/瑞士百达香港分行概不负责。BPCAL/瑞士百达香港分行有权随时(包括在文件发布前)依据本文件中的信息行事，或使用本文件中的信息。

BPCAL/瑞士百达香港分行及其附属公司(或其雇员)可能或可能没有以长仓或短仓、买卖或以其他方式拥有本文件所提及任何投资产品的权益，可能或可能未与这些投资产品的发行人或相关实体存在关系。BPCAL/瑞士百达香港分行及其附属公司(或其雇员)可能有别于本文件所呈信息和/或观点的方式行事。

在您收到本文件之前，编写本文件时采用的信息和/或任何部分信息可能已提供或分发给BPCAL/瑞士百达香港分行的雇员和/或一位或多位客户，该等信息接收人

或BPCAL/瑞士百达香港分行可能已根据该等信息行事。

本文件仅供意向接收人参考，未经BPCAL/瑞士百达香港分行事先书面同意，不得将全部或部分文件复制、出版、散发或披露给任何其他人士。

#### 新加坡

本文件并非针对以下人士，且分发、发布或使用文件的预期受众不包括：2001年《证券及期货法》(简称“SFA”)第4A章中定义的合资格投资者、专家投资者或机构投资者以外的人士；或作为任何地区、州、国家或其他司法辖区的公民、居民或住民，分发、发布、提供或使用此文件将违反法律法规，或将导致BPCAL及其附属公司或相关公司需满足任何招股章程或注册要求的个人或实体。

BPCAL是一家由新加坡金融管理局(简称“MAS”)依据1970年新加坡《银行法》监管的批发银行，根据2001年新加坡《财务顾问法》(简称“FAA”)被豁免的金融顾问及根据SFA被豁免的资本市场许可证持有人。如有因本文件产生或与本文件相关的任何问题，请联系位于新加坡的BPCAL。

#### 香港

本文件并非针对以下人士，且分发、发布或使用文件的预期受众不包括：《证券及期货条例》(香港法例第571章)及其相应细则(以下简称“SFO”)中定义的“专业投资者”以外的人士；或作为任何地区、州、国家或其他司法辖区的公民、居民或住民，分发、发布、提供或使用此文件将违反法律法规，或将导致瑞士百达香港分行及其附属公司或相关公司需满足任何招股章程或注册要求的个人或实体。如不希望瑞士百达香港分行将您的个人资料用于市场营销，可要求瑞士百达香港分行停止如此行事，您不会产生任何费用。

在以第三方服务供应商代理人身份分销投资产品时，瑞士百达香港分行为第三方服务供应商分销产品，而有关产品是第三方服务供应商而非瑞士百达香港分行的产品。对于瑞士百达香港分行与您之间因销售过程或处理有关交易而产生的合资格争议(定义见金融纠纷调解计划的金融纠纷调解中心职权范围)，瑞士百达香港分行须与您进行金融纠纷调解计划程序；然而，对于有关产品的合约条款的任何争议应由第三方服务供应商与您直接解决。

Banque Pictet & Cie SA 是在瑞士注册成立的有限责任公司。

Banque Pictet & Cie SA是符合《银行业条例》定义的经授权机构，根据SFO注册的机构(CE号：BMG891)，从事第一类(证券交易)、第四类(就证券提供意见)和第九类(提供资产管理)受规管活动。瑞士百达香港分行的注册地址为香港中环干诺道中8号遮打大厦9楼。

警告：本文件的内容未经在香港的监管当局审核。您应就有关要约谨慎行事。如您对本文件的任何内容有任何疑问，您应寻求独立专业意见。如有因本文件产生或与本文件相关的任何问题，请联系位于香港的瑞士百达香港分行。