



雷志海

永明資產管理 (Sun Life Asset Management (HK) Ltd) 首席投資策略師  
在宏觀經濟分析、投資組合管理，以及傳統及另類投資基金研究等方面擁有逾25年豐富經驗。每月於本欄為讀者提供理財知識及投資策略，幫助讀者完善理財規劃。

# 黑天鵝、灰犀牛及熊市

**接**近年底，筆者近日在一些媒體的訪問中，被問到明年全球金融市場會否出現黑天鵝事件 (Black Swan Events)。其實黑天鵝事件指的是一些極不可能出現，甚至難以想像的事件。既然是難以想像的事，亦即不容易預知。筆者既不是先知又沒有能預測未來的水晶球，要預告有沒有黑天鵝事件實在同斷估沒有分別。但筆者心裡倒是有兩個情況極不希望發生的，第一個是中美現時的複雜關係，演變成正面以至全方位對立。第二個是中國經濟出現崩潰式衰退。

70年代初「乒乓外交」令中美關係重新建立，其後美國促成中國加入聯合國 (United Nations) 及世界貿易組織 (World Trade Organization, WTO)，中美兩國發展成雙方最大的貿易伙伴。這關係讓兩國的經濟獲得良好增長之餘，亦令全球大部份國家受惠。若果這關係從伙伴變成敵對，其影響將不止兩國經濟受損，更可能使全球進入持久的衰退。

另一方面，經過40年的經濟改革開放，中國已晉身成全球第二大經濟國，實力僅次於美國。雖然在中國之前亦出現過不同的「世二」，包括英國、前蘇聯、日本等，但當時這些「世二」的經濟影響力和美國仍有好一段距離。而今日的中國和全球許多

國家，已形成非常重要的貿易以至投資關係，假若中國經濟出現嚴重失控，勢將對全球造成相當大的影響。

## 分清大小熊市

除了上面兩個潛在黑天鵝可能外，筆者亦擔心有灰犀牛 (Grey Rhino) 事件。所謂灰犀牛，指的是較大機會發生而可能產生重大影響的事件。踏入2022年，大部分主要央行將逐步收緊極度寬鬆的貨幣政策。筆者首先想清楚表達的是，大部分央行準備做的，是逐步修正一些非常時期採用的非常貨幣政策，調整回較正常水平。再者，貨幣政策的適度收緊對整體金融市場並非壞事。所擔心的是經過十多年的超寬鬆貨幣政策後，有某些版塊以至資產被推高至高處不勝寒的地步，一旦資金鏈變得較為緊張，就可能會出現層層疊疊輕搖即墜的情況。很多時候，個別板塊出現調整，不一定會對整個金融市場帶來嚴重影響，但過去亦曾有個別資產類別的調整，對整體股市以至經濟造成相當重大的打擊。較深印象的有70年代初時發生的石油供應危機、千禧年時科網泡沫爆破，還有2008年時美國的次按泡沫爆破。以上的事件在發生初期，普遍被認為只是局部又或短期震盪，但最後卻爆發並造成了全球經濟衰退。

若然金融市場出現較大震動，股市往往會是首當其衝，即出現所謂股災，較嚴重的被稱為熊市。就筆者的經驗和觀察，熊市可大致分為「小熊市」和「大熊市」。「小熊市」一般維持的時間較短，對投資者來說反而是個「執平貨」的機會。譬如人們至今仍常常掛在口邊的87股災，在筆者而言正是小熊市的最佳代表。但投資者千萬要小心識別，不要把「大熊市」誤以為是「小熊市」，因為「大熊市」會出現跌完再跌的陷阱，而且歷時可以相當長。若然弄錯了而急於入市，以為可以買平貨的話後果可以十分嚴重。下面筆者將「大小熊市」的一些特徵列出讓大家作為參考。祝大家在新的一年投資順利、身體健康！**PM**

### 小熊市

- 限於華爾街 (Confined to Wall Street)
- 主要是資產價格/估值調整
- 調整相對較淺 (但仍可能達到30%或以上)
- 相對短時間可收復 (1年或以下)

### 大熊市

- 蔓延到了大街 (Spilled into Main Street)
- 通常出現經濟衰退
- 跨行業公司違約/倒閉
- 整體失業率上升
- 更深的市場調整 (40%、50%，甚至60%以上)
- 較長的康復期 (數年)