

並不離譜



Chris Bennett
指數投資策略總監

本文最初於 2020 年 6 月 18 日在 Indexology® 博客上發佈。

全球股市持續反彈，超越了欠佳經濟數據和嚴重負面情緒的藩籬。人們普遍憂慮當前的價位並不合理：在最新的美國銀行全球基金經理調查中，78%的受訪者認為市場價格過高，是自 1998 年調查開始以來的最高百分比。當前價位真的那麼離譜嗎？

對於這個問題，其答案是相對的：由於基準收益率接近歷史低點，股票的上升空間變得更具吸引力。換而言之，股票上漲是因為利率下降。這證實了以下金融理論：折現率越低，未來收益的現值越高，因此公司股權的價值也就越高（所有其他條件不變）。儘管各個公司的折現率不同，但整體利率環境推動它們全線走高。

圖1：標普500與美國10年期國庫債券到期收益率



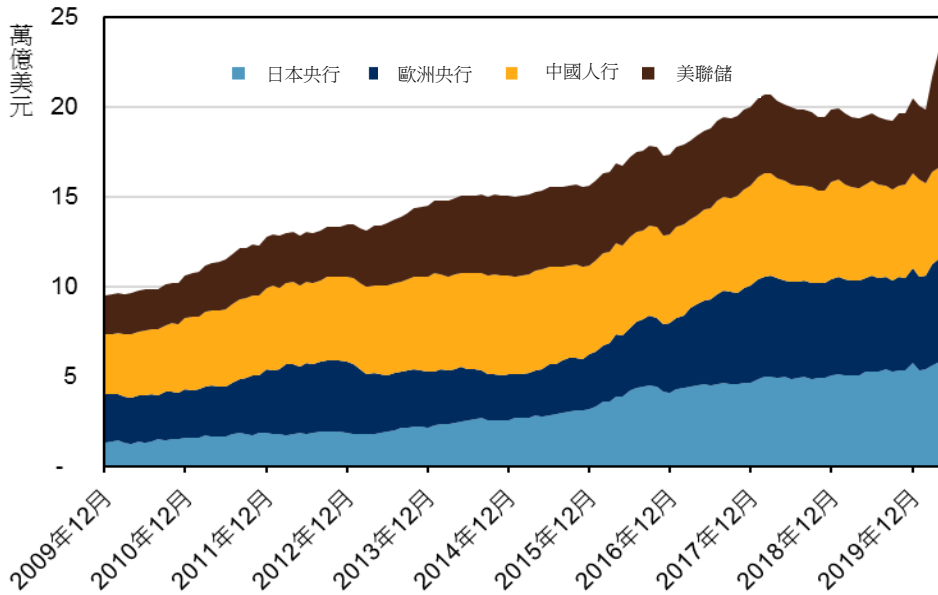
成長股的卓越表現為基於收益率的估值觀點提供了進一步支援。相較於 2007 年 7 月 6 日 10 年期美國國庫債券的收盤點位 5.19%，收益率暴跌，價值股的相對表現也有下降。顧名思義，成長股的估值依賴于遙遠未來的收益預測，這使它們對折現率的敏感性更高。增長股的相對表現緊跟美國國庫債券收益率，這再次表明大市當前對利率的敏感性。

圖2：價值股與成長股相對值及美國10年期國庫債券到期收益率



刺激措施對於股市的回升也至關重要。在美國，美聯儲將繼續擴表，直至經濟重回正軌。其他央行如日本央行、歐洲中央銀行和中國人民銀行也採取了類似措施。自 2 月底以來，這四家央行的資產負債表合計增加約 4 萬億美元，這個數字超過了德國的全年國內生產總值(GDP)。這些措施促使投資者拉高風險曲線、以尋求回報，為包括股票在內的高風險資產的估值提供支援。

圖3：各大央行資產



資料來源：標普道瓊斯指數、彭博社。截至 2020 年 5 月數據 圖表僅作說明用途。過往表現不代表未來投資結果。

央行的舉動減輕了全球封城的影響，但無法消除有關影響：各項數據紛紛創歷史低點，突顯了大流行對經濟（乃至人類）的影響。雖然令人不安，但這些數據本質上是後顧性，反映的是過去，部分原因是它們往往在報告時具有較大滯後。而股票估值是前瞻性，旨在體現企業產生的所有未來現金流的價值。換句話說，我們有可能相信儘管當前的數據令人沮喪，但前景依然光明。

當然，當前的估值不太可能完美。價格普遍失實；一有風吹草動，便出現劇烈波動。更重要的是，盡人皆知，很難確定到底什麼是合理價位，以及市場將何時回歸“正常”。可以說，由於收益率的下降，加上財政和貨幣刺激措施，股市的當前估值就是合理估值。

如欲閱讀更多博客文章，請流覽我們的英文網站 www.indexologyblog.com，或訂閱 **Indexology®** 以獲取最新發佈的文章。

一般免責聲明

版權©2020，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global 的分支機構）。版權所有。標普®及標普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及／或影印全部或部分有關內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有資料均為通用資訊，未必滿足任何人士、實體或人羣的具體需要。標普道瓊斯會就向協力廠商提供指數授權收取報酬。指數的過往資料並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由協力廠商提供並旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。投資者不應根據本檔所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其交易所厘訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上資料根據一般公眾可用資訊及可靠來源，僅為提供資料而編制。以上資料所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於資料庫或檢索系統中。有關內容不得用作任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其協力廠商資料提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的資訊。標普道瓊斯指數已制訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開資訊維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融中介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。