

并不离谱



Chris Bennett
指数投资策略总监

本文最初于 2020 年 6 月 18 日在 Indexology® 博客上发布。

全球股市持续反弹，超越了欠佳经济数据和严重负面情绪的藩篱。人们普遍忧虑当前的价位并不合理：在最新的美国银行全球基金经理调查中，78%的受访者认为市场价格过高，是自 1998 年调查开始以来的最高百分比。当前价位真的那么离谱吗？

对于这个问题，其答案是相对的：**由于基准收益率接近历史低点，股票的上升空间变得更具吸引力。**换言之，股票上涨是因为利率下降。这证实了以下金融理论：折现率越低，未来收益的现值越高，因此公司股权的价值也就越高（所有其他条件不变）。尽管各个公司的折现率不同，但整体利率环境推动它们全线走高。

图1：标普500与美国10年期国库债券到期收益率



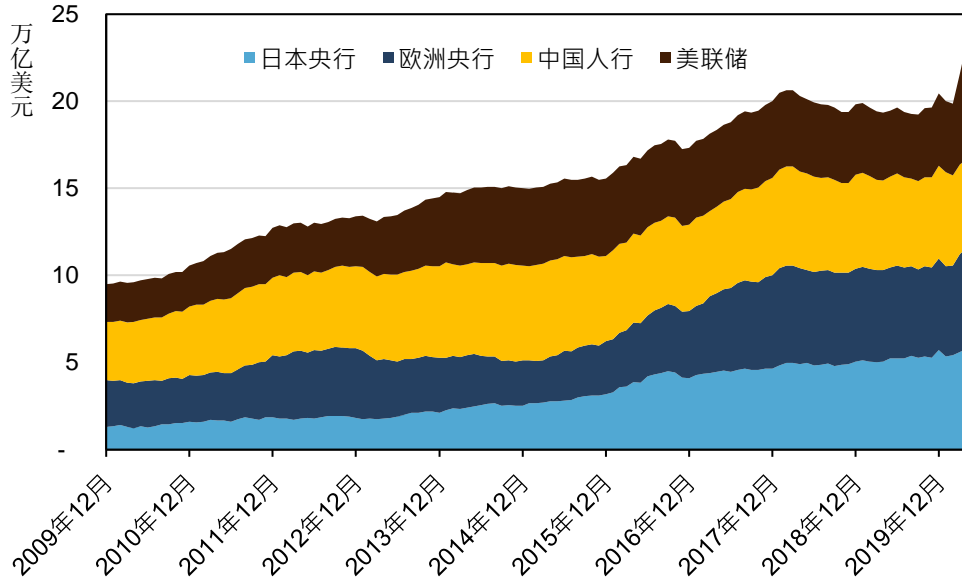
成长股的卓越表现为基于收益率的估值观点提供了进一步支持。相较于2007年7月6日10年期美国国库债券的收盘点位5.19%，收益率暴跌，价值股的相对表现也有下降。顾名思义，成长股的估值依赖于遥远未来的收益预测，这使它们对折现率的敏感性更高。增长股的相对表现紧跟美国国库债券收益率，这再次表明大市当前对利率的敏感性。

图2：价值股与成长股相对值及美国10年期国库债券到期收益率



刺激措施对于股市的回升也至关重要。在美国，美联储将继续扩表，直至经济重回正轨。其他央行如日本央行、欧洲中央银行和中国人民银行也采取了类似措施。自2月底以来，这四家央行的资产负债表合计增加约4万亿美元，这个数字超过了德国的全年国内生产总值(GDP)。这些措施促使投资者拉高风险曲线、以寻求回报，为包括股票在内的高风险资产的估值提供支持。

图3：各大央行资产



资料来源：标普道琼斯指数、彭博社。截至2020年5月数据
图表仅作说明用途。过往表现不代表未来投资结果。

央行的举动减轻了全球封城的影响，但无法消除有关影响：各项数据纷纷创历史低点，突显了大流行对经济（乃至人类）的影响。虽然令人不安，但这些数据本质上是**后视镜性**，反映的是过去，部分原因是它们往往在报告时具有较大滞后。而股票估值是**前瞻性**，旨在体现企业产生的所有未来现金流的价值。**换句话说，我们有可能相信尽管当前的数据令人沮丧，但前景依然光明。**

当然，当前的估值不太可能完美。价格普遍失实；一有风吹草动，便出现剧烈波动。更重要的是，尽人皆知，很难确定**到底**什么是合理价位，以及市场将何时回归“正常”。可以说，由于收益率的下降，加上财政和货币刺激措施，股市的当前估值就是合理估值。

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 www.indexologyblog.com，或订阅 **Indexology®** 以获取最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2020，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global 的分支机构）。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支机构）（「标普」）的注册商标。Dow Jones®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道琼斯」）的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可，不得转发、复制或 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息，未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容，作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股（由其主要交易所厘订）之收市价，计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源，仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容）或其任何部分（「内容」），未经标普道琼斯指数的事先书面许可，不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发，或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人（统称「标普道琼斯指数相关方」）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程，确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外，标普道琼斯指数向或就众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构）提供广泛服务，并向上述机构收取相应费用或其他经济利益，包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。