

市場遇到了一個數學問題

不是嗎？一切都取決於利率的走向。

Jurrien Timmer | 全球宏觀總監 | LinkedIn: jurrien-timmer-fidelity | Twitter: @TimmerFidelity

關鍵提示

- 隨著盈利增長放緩（2020年還有下降的可能），只有估值擴張，股市才會從目前水平強勁反彈。
- 但隨著全球經濟放緩及貿易緊張局勢加劇，我認為這種情況目前不太可能發生，因而會拖累市場在其20個月交易區間震盪。
- 不過，與債券相比，股票似乎較為便宜。
- 若債券收益率繼續下跌，我認為可以說股市僅靠相對估值就能延續其漲勢。

拋開影響股市運轉的一些細微因素不計，股指的總回報最終可歸結為一個簡單的等式：總回報等於股息率及盈利增長再加上其市盈率（或估值）的任何變化之和。可以用數學公式表示如下：

$$D + \Delta E + \Delta V = \text{總回報}^1$$

注意，我說的是「簡單」而不是「容易」，因為除了股息部分以外，想要正確預計股市總回報，幾乎是不可能完成的任務。首先，我們需要了解盈利或自由現金流（FCF）的走向。然後我們還要推測股市估值的上行／下行潛力，而這又牽涉到盈利增長、利率及股票風險溢價（即投資者將其資金投資於風險資產類別所期望獲得的高於「無風險」利率的額外回報）。這絕非易事。

估值變動受現金流的持續增長率以及資本成本影響。而後者又受無風險利率（10年期美國國債收益率）及股票風險溢價的變動所影響。

我指出這些是因為，從表面來看，我認為標普500®指數很難在短期內向上突破目前的20個月交易區間。該指數成份公司的盈利於2018年受益於減稅而錄得22%的強勁增長，但今年以來持續放緩，我認為2019年全年可能僅會有2%的增幅。

目前市場預期2020年及2021年的盈利增長會恢復至10%，但隨著年底的臨近，從歷史情況來看，投資分析師會在此時開始更仔細地審視其對2020年的假設。因而，這時恐怕就到了一年當中下調盈利預測的時候（我在之前的評論中已用圖表說明了這一點）。因此，即便經濟環境維持現狀，經驗表明這些10%的預計增長也很可能會開始下調。

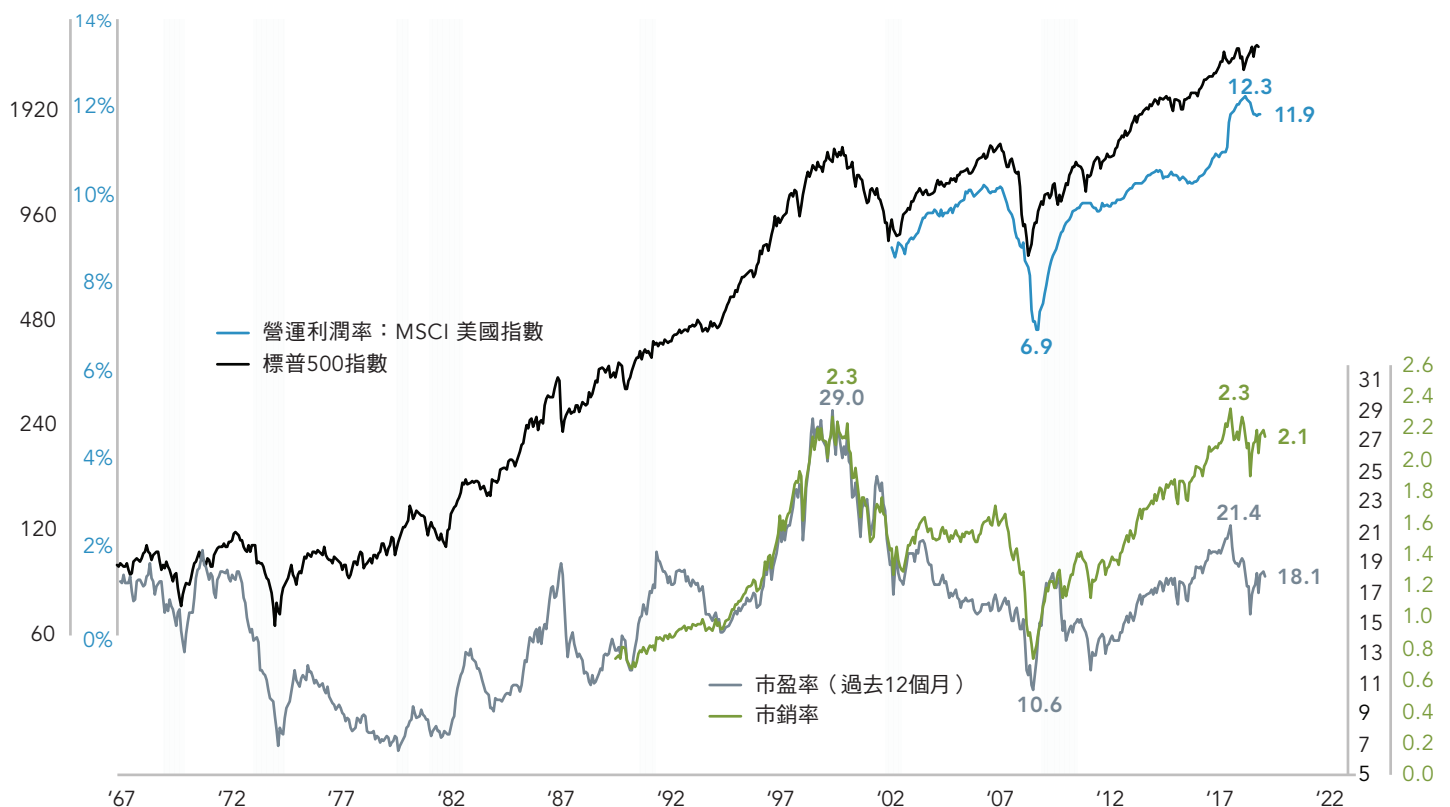
何況，經濟環境並未維持現狀：我們身陷全球經濟放緩以及嚴重的貿易戰之中。根據最新的供應管理協會報告²，採購經理指數低於50，其中新訂單分項指數亦表現疲弱，我預期盈利估計將會在未來數月下調，下調幅度甚至會超過通常會在此時進行的季節性下調。

根據我在本文開頭概述的簡單等式，如果股息率(D) = 2%及盈利增長(ΔE)在2019年放緩至2%（且2020年不大可能回升至市場最近所預測的程度），那麼根據我的計算方式，這意味著市場若要在來年實現4%以上的增長，只有估值較目前水平上升(ΔV)才行。

我認為，這是可能的，但需要一些刺激因素。如果美聯儲在9月份的會議上令人震驚地決定降息50個點子，並承諾會作進一步下調，那麼這原本可以成為這種刺激因素。但可惜，美聯儲堅持其週期中修正主題，僅降低基準利率25個點子，並表示不會在2019年及2020年進一步降息（債券市場預期還會降息四次）。因此，依我所見，動力不太可能來自美聯儲，儘管其隨後向金融系統注入了近3,000億美元（迄今為止）的流動資金。

表1：市盈率實際並未較歷史極值增長

標普500指數的歷史盈利及估值（1967年至2019年年初至今）



灰色陰影條紋代表美國經濟衰退。資料來源：Robert Shiller、Haver Analytics；截至2019年8月31日的每月數據。

還有什麼其他刺激因素嗎？中美可能達成貿易協定。但我認為，即便達成協議，意義也可能有限，不足以結束當前的國際貿易爭端。

當然，整體經濟前景還是可能會改善，足以推動盈利增長回到趨勢水平。但根據最新的數據，我看到大量的下行動能，而觸底的跡象很少，因此我對此也不抱期望。

受經濟放緩及貿易戰最直接影響的是利潤率，而標普500®股票指數中大型股的利潤率繼續受到侵蝕（表1）。從稍微不同（可能「更準確」）的數據角度來看，MSCI美國指數的淨利潤率從其2018年的最高位12.1%下降至最近的11.7%。這絕非世界末日，但如果利潤率無法維持，則調和股市市盈率和市銷率之間的差異就變得越來越難。

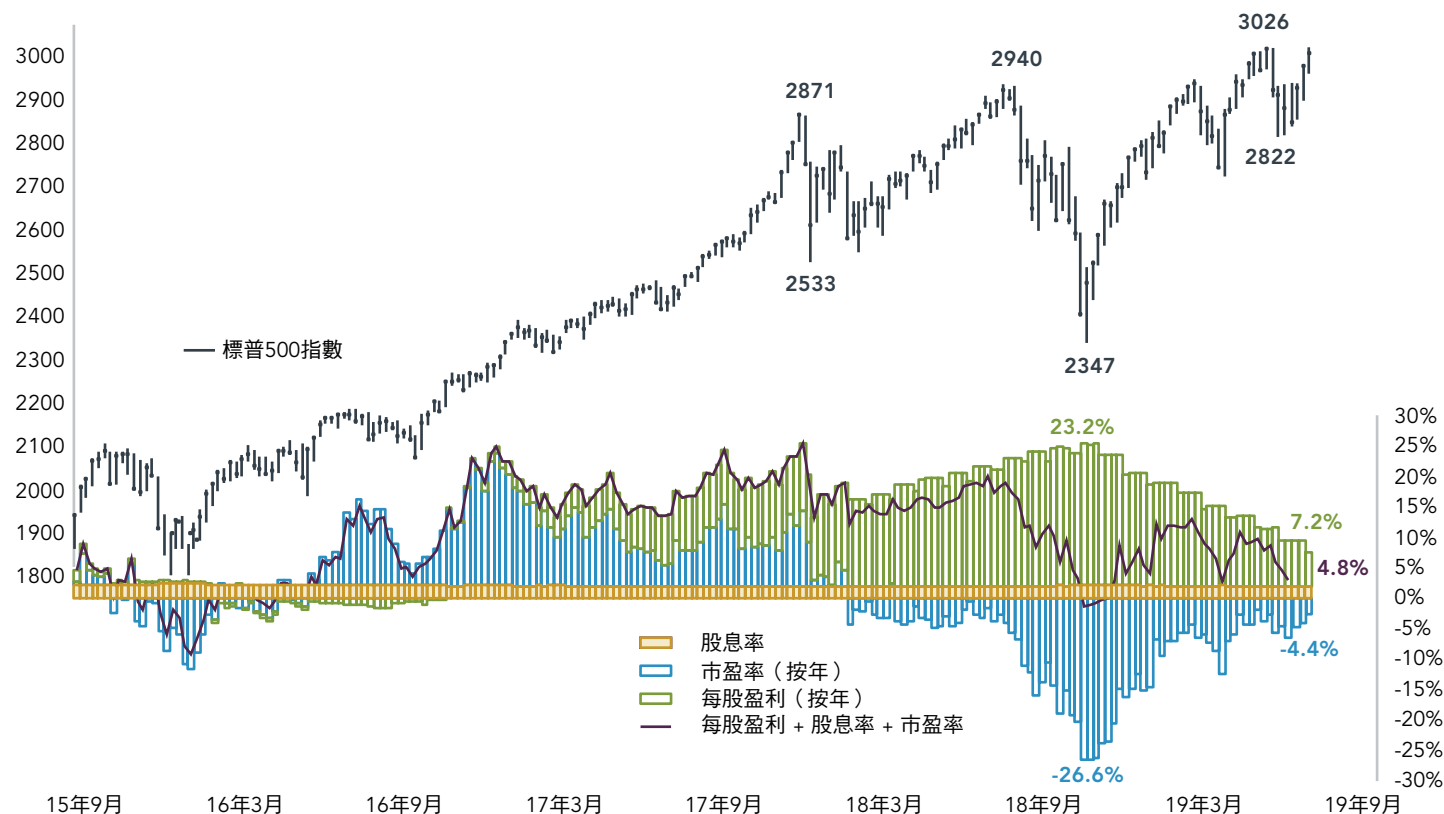
標普500指數的市盈率目前高於正常水平，但未接近歷史極值（除非從10年期CAPE³的角度來看）；但是，該指數的市銷率是2.2倍，非常接近2000年互聯網泡沫高峰時的歷史最高位。

這兩個比率之間的差異是什麼？利潤率。利潤率增長一直是這個目前已長達10年的牛市的主要驅動力。如果這種趨勢由於貿易戰而逆轉，更不用說這種貿易戰可能導致的滯脹，那麼整個長期牛市的論點可能會受到質疑。

或者還有可能？近期的利率暴跌，加上十年期美國國債收益率（經通脹調整）從2018年11月的全年高位 1.15%降至今年8月的 -0.09%的低位，給我們帶來了一線希望，基於盈利的股票風險溢價（在此情況下，即指標普500指數的盈

表2：股票在交易區間震盪，但還有什麼呢？

標普500指數的盈利、股息及估值（2015年至2019年年初至今）



EPS: 每股盈利。資料來源：富達投資、Bloomberg Finance L.P；截至2019年8月31日的每週數據。

利率與無風險利率之差)已提高至4.5%。此數字遠高於我們近年來看到的2%的風險溢價，並且與去年12月的水平相當，當時標普500指數從2018年的高位下跌了約20%。

因此，如若股票風險溢價恢復至2%甚至3%，就意味著用於釐定市場公允價值的資本成本可能會下降100至200個點子。為此，我們可以使用現金流量貼現(DCF)模型，其以預期盈利增長(分子)除以資本成本(分母)來估算未來盈利的現值。

有趣的是，儘管無風險利率暴跌，但隱含資本成本(包括股息及回購)在最近幾個月幾乎無變化。現金流量貼現模

型的分母這些年來一直停留在4.5%至5%左右。因此，作為「股票以外，別無他選」主題的體現，若整體資本成本下降，我們很可能會看到一輪上升行情。這可能使市場突破其長期交易區間(表2)。

這又牽涉到了市場中的數學問題。在中低個位數盈利(FCF)增長的情況下，資本成本下降100-200個點子將對估值產生重大影響(把它當成股票的凸性來看)。在所有其他條件都相同的情況下，如我的現金流量貼現模型的結果所示(表3)，資本成本從4.6%下降至3.6%將使自由現金流增益從5%增加到10%，增幅達一倍多。

表3：隱含資本成本下降可能對自由現金流增長產生極大影響

現金流量貼現模型：各種輸入數據及結果

		自由現金流增長																				
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
隱含資本成本或總現金收益率(股息+回購)	6.0%	-5%	-4%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
	5.8%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	12%	13%	14%
	5.6%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
	5.4%	-3%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
	5.2%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%
	5.0%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
	4.8%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	17%	16%	18%	19%
	4.6%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
	4.4%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
	4.2%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%
	4.0%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%
	3.8%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%
	3.6%	4%	5%	6%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
	3.4%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%
	3.2%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
	3.0%	8%	9%	10%	11%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	29%	30%
	2.8%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	30%	31%	32%
2.6%	11%	12%	13%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%	31%	33%	34%	
2.4%	13%	14%	15%	16%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	35%	36%	
2.2%	15%	16%	17%	18%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	35%	36%	37%	38%	
2.0%	17%	18%	19%	21%	22%	23%	24%	25%	27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	35%	36%	37%	38%	40%	41%	
1.8%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	29%	30%	32%	33%	34%	35%	36%	38%	39%	40%	41%	43%	44%	
1.6%	22%	24%	25%	26%	27%	29%	30%	31%	32%	33%	35%	36%	37%	38%	40%	41%	42%	43%	45%	46%	47%	

資料來源：富達投資、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、FactSet。截至2019年8月31日的數據。

總而言之，從目前情況來看（除非美聯儲採取意外行動或經濟反彈），我認為市場能夠從當前水平持續上升的唯一途徑是使股票風險溢價「趕上」債券市場的期限溢價，即大幅下跌。（期限溢價是投資者通常期望就持有長期債券而相對於一系列短期債券獲得的超額收益。）基於我最近對收益率、人口統計數據和類似長期牛市的深入研究，我認為短期內不太可能會出現這種暴跌，但從長遠來看，我也不排除這種可能性。

作者

Jurrien Timmer | 富達全球資產配置部全球宏觀總監

Jurrien Timmer是富達投資全球資產配置部的全球宏觀總監，專門研究全球宏觀戰略及戰術資產配置。他於1995年加入富達，擔任技術研究分析師。

尾註

¹ 一般而言，股票投資的總回報可以透過加總指定期間的三項主要因素來計算：投資的股息（或股息率，以其年度總股息佔當前股價的百分比表示）、其盈利增長，以及其估值倍數（最常見的是其市盈率）的變化。用數學術語來說，投資的總回報（TR）等於其股息率（D）、盈利增長（ ΔE ，其中「 Δ 」或「delta」表示「變化」）及估值變化（ ΔV ，或市盈率擴張或收縮）之和；亦即 $TR = D + \Delta E + \Delta V$ 。

² 供應管理協會®（ISM）報告美國製造業採購經理指數（PMI®），該指數是對特定經濟行業的採購經理的一項調查。PMI® 超過50表示該行業與前一個月相比有所擴張，而PMI低於50則表明該行業在萎縮；等於50表示沒有變化。ISM製造業新訂單指數是PMI的組成部分之一。作為公認的美國經濟重要指標，新訂單指數反映了工業公司新訂單的變化。

³ 週期調整市盈率（CAPE）由耶魯大學經濟學家 Robert Shiller 創立，衡量標準普爾500指數的股價除以其過去10年的平均盈利，並根據通脹作出調整。最近期的CAPE為29.0倍。數據集載於 <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>。

股市波動性較高，可能因公司、行業、政治、監管、市場或經濟發展狀況而大幅波動。外國市場由於發行人、政治、市場或經濟發展等不利因素的風險更高（所有這些因素在新興市場中均會放大），可能比美國市場更加動盪。該等風險對於專注於單個國家或地區的投資尤其顯著。

這是美國富達投資公司的原創內容。

除非另有說明，否則所有有關市場的事實資訊和資料均來源於富達投資。

投資互惠基金可能有佣金、尾隨佣金、管理費及開支。在投資前，請細閱招股章程，其中載有詳細的投資資訊。所示回報率是所示期間的歷史年度複合總回報，包括單位價值的變化及分派的再投資。所示回報率未考慮任何會減少回報的單位持有人應付的銷售、贖回、發行或期權費用或所得稅。互惠基金概不作保證。其價值可能會頻繁變化。過往業績可能無法再現。

本評論中的某些陳述可能包含前瞻性陳述（「FLS」），這些陳述具有預測性，可能包括諸如「預期」、「預測」、「打算」、「計畫」、「相信」、「估計」等詞語，及類似的前瞻性表述或其否定形式。FLS基於當前對未來一般經濟、政治和相關市場因素（例如利息）的預期和預測，並假設適用的稅收或其他法律或政府法規未發生變化。對未來事件的期望和預測本身就受到風險和不確定性等因素的影響，其中一些因素可能是不可預見的，因此可能在未來日期被證明是不正確的。FLS不是未來表現的保證，實際事件可能與任何FLS中表達或暗示的情況有重大差異。許多重要因素可能導致這些差異，包括但不限於北美和國際上的一般經濟、政治和市場因素、利息和外匯匯率、全球股票和資本市場、商業競爭和災難性事件。應該避免過度依賴FLS。此外，無論是否出現新資訊、發生未來事件或其他情況，都無意更新任何FLS。

富達的經理、分析師或其他員工可能會不時就特定公司、證券、行業或市場板塊發表意見。任何此類人士的觀點僅為個人當時表達的觀點，並不代表富達或富達組織中任何其他人士的觀點。任何此類觀點可能隨時根據市場和其他情況發生變化，富達並不對更新此類觀點承擔任何責任。這些觀點不應被視為投資建議，並且由於富達基金的投資決策基於眾多因素，因此不應被視為任何代表富達基金的交易意圖的指示而加以依賴。

投資涉及風險，包括虧損風險。

過往表現及股息率是歷史記錄，無法保證未來結果。

多元化及資產配置並不能保證盈利或杜絕風險。

所有指數均非管理型指數。不可能直接投資指數。

標普500指數是由根據市場規模、流動性和產業集群選擇的500隻普通股組成的代表美國股票表現的市值加權指數。

MSCI 美國指數是旨在衡量美國股市的大中型股表現的市值加權指數。

第三方標誌是其各自所有者的財產；所有其他標誌是Fidelity Investments Canada ULC的財產。

© 2019 Fidelity Investments Canada ULC版權所有。保留所有權利。富達投資（Fidelity Investment）乃Fidelity Investments Canada ULC的註冊商標。

美國：896795.1.0 加拿大：232380-v20191028

