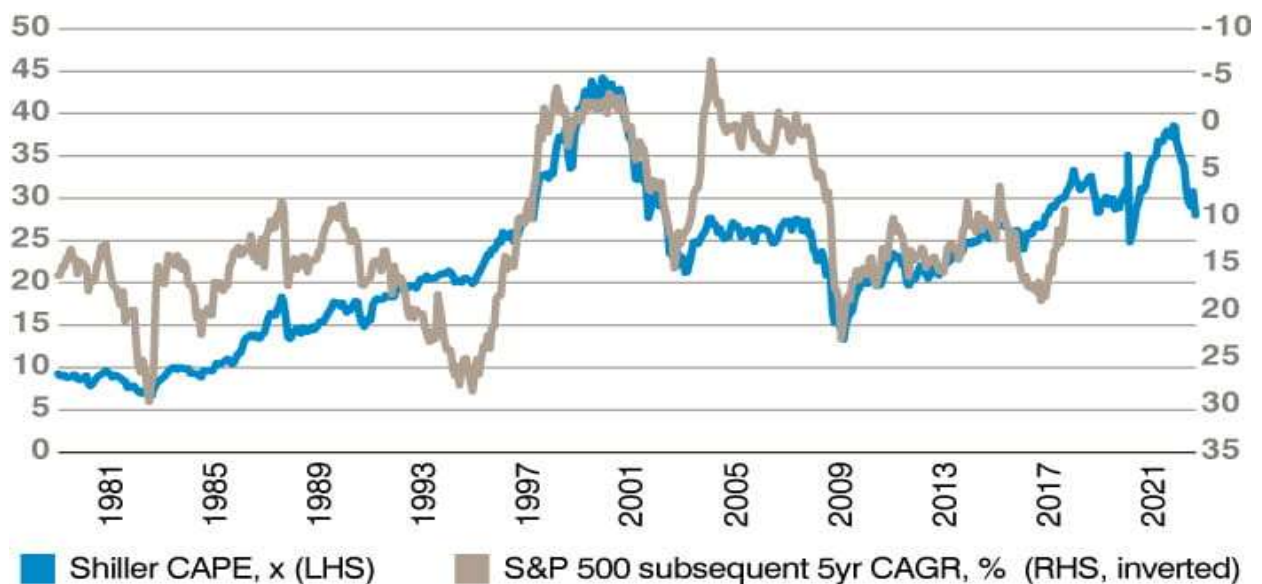


## 具吸引力的估值已浮現，逢低布局時機或逐漸來臨

Leo Tolstoy 曾寫道兩個最強大的戰士是耐心和時間，對於 2022 年的投資者來說，看著拋售一切而不投降及出售所有持股是對兩者的考驗，但今年投資市場普遍下修的程度已將許多人推向極限。對投資表現的概略統計顯示，截至今年 10 月 31 日止，標準普爾 500 指數跌 17.7%，美國科技股為主的那斯達克指數跌 29.3%，10 年期美國公債跌 18.4%，巴克萊銀行衡量的美國高收益債指數則跌 12.2%。考慮到關於價值陷阱和徒手接飛刀的古老格言，對於那些一直堅持到這一步的投資者來說，真正的問題是這些資產現在是否具有不僅可證明維持其部位，並能積極增加布局的價值，而若再進一步思考，如果市場具有價值，什麼時候才能實現？

從股票來說，標準普爾 500 指數的估值可能透過 Shiller 週期性調整後的本益比或 CAPE 來評估較佳。該指標比標準本益比更佳，因為它將過去十年的收益列入考量，因此是對市場長期創造收益的價格能更公平的評估。Shiller CAPE 也替未來回報提供一個很好的預測指標，儘管它不是水晶球。截至 10 月 4 日，Shiller CAPE 為 28 倍，這肯定比 2021 年 11 月頂點的 39 倍便宜，也不比 1979 年底以來的平均 23 倍貴太多。重要的是，目前的估值顯示標準普爾 500 指數可能會在未來五年內實現約 10% 的複合年報酬率，與該指數在截至 2022 年 10 月 4 日的五年報酬率 10.3% 幾乎相同。

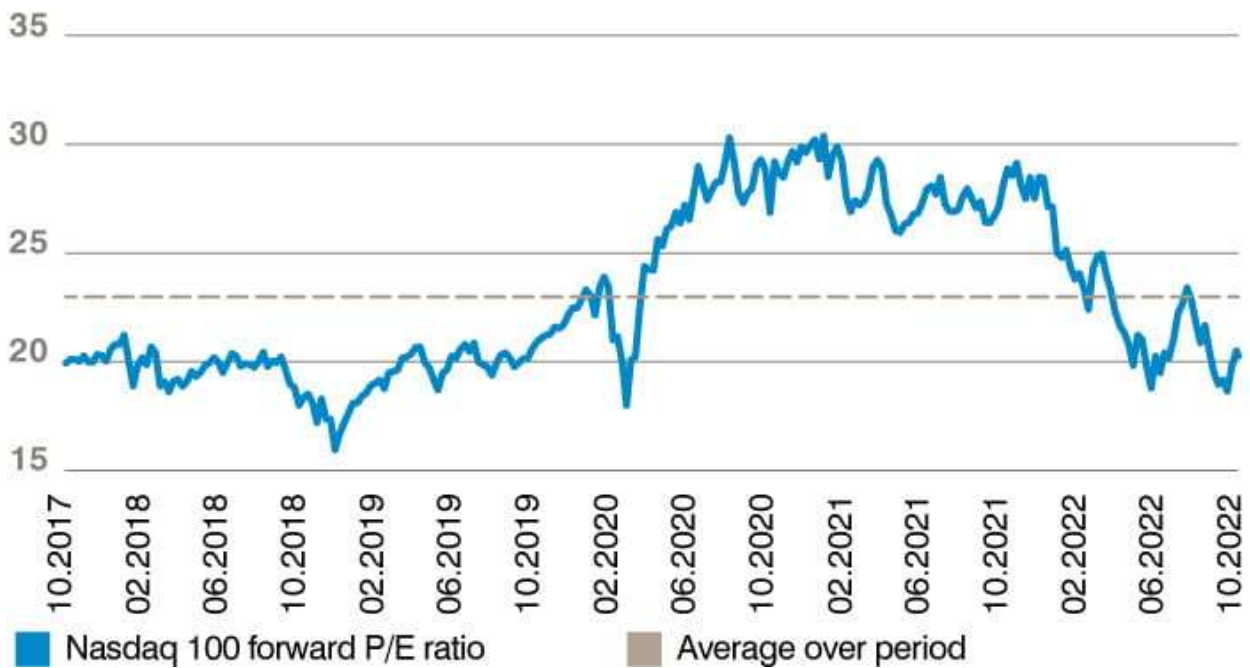
圖 1：仍具吸引力 — Shiller CAPE 暗示未來五年複合報酬率可能達到每年 10%



資料來源：GAM，截至 2022 年 10 月 4 日

但是，如果美國股市現在提供合理的價值，作為受通膨和利率所引發的不確定性震央影響的美國大型科技股，似乎在某些指標上提供更多訊號。如今，那斯達克 100 指數的預期本益比為 20 倍，低於過去五年動盪年份的平均 23 倍估值，大約是該指數在 2020 年初疫情大流行反彈之前所出現的估值水平。對於尚未接觸增長型美國科技股的投資者來說，能以 2020 年和 2021 年大幅反彈前的估值擁有美國科技和生產力創新，這是一個絕佳的機會。

圖 2：美國科技成長股具投資價值



資料來源：Bloomberg，截至 2022 年 10 月 31 日。

談到債券，截至 2022 年 10 月底美國 10 年公債的殖利率為 4%。美國公債殖利率代表持有人對長期名目 GDP 增長率和長期通膨率的兩個核心預測的總和，因此 4% 似乎略低。國際貨幣基金(IMF)最新的《世界經濟展望》指出，到 2027 年僅美國的 GDP 增長率將達到 2% 左右，假設未來十年通膨率保持在 3% 左右，5% 的殖利率並非不合理。對“正確”殖利率的調整當然會導致投資者的資本損失。然而，以 10 年美國公債假定而計算出的本益比，描繪出一幅更公平的價值圖像。可以透過將債券的“價格”(100)除以其“殖利率”(4)來得出，以此獲得 25 倍的等同本益比，而整體美國公債價值的情況則呈現憂喜參半。在高收益債的世界裡，東西無疑是昂貴的。傳統上，超過無風險利率的殖利率為該資產類別的未來回報提供合理前景，截至 10 月底，Bloomberg 衡量的美國高收益債券利差為 4.6%。根據歷史趨勢，顯示未來五年回報率為略顯平淡的 4%，遠低於根據 Shiller

CAPE 估算可能提供的股票水準。鑒於經濟衰退的可能來臨，令公司面臨違約風險，高收益債根本沒有變得足夠便宜。

隨著股票成為明確的估值「贏家」，投資者的下一個問題是實現此一價值的催化劑是什麼？目前來看，此催化劑看起來肯定像是利率的頂點，這會影響所有資產的淨現值，當然包括股票。高峰可能比預期早來，鑒於涉及巨大的人力成本，提高利率以應對通貨膨脹已引起越來越多的道德不適感。芬蘭總理 Sanna Marin 最近在推特上寫道，當中央銀行透過推動經濟陷入衰退來保護其信譽時，貨幣政策的普遍觀念存在嚴重錯誤。與此同時，加拿大央行近期的加息幅度小於預期，至少部分原因是意識到經濟前景黯淡。至關重要的是，美聯儲的貨幣政策制定委員會也開始對無情的加息產生懷疑。美聯儲副主席 Lael Brainard 在 10 月的重要講話內，提出在某個時候徹底暫停加息的理由。也許更有可能阻止央行長前進的是令人感到不安的情況，意即升息並沒有真正抑制通膨。在智利這樣的國家，即使是激進的加息似乎對價格上漲也影響不大。該國的利率已達到驚人的 11.25%，而通膨率仍接近 14%，工資增長繼續加速。在某些時候，愛因斯坦對瘋狂的定義肯定會浮現在腦海中。所有這些皆顯示重新考慮部署利率，以應對複雜的供應驅動通膨飆升，為合適且可能性越來越大。

估值應該是所有投資者心目中的重中之重，尤其是那些考慮何時進行新配置的投資者。2022 年的「拋售一切」揭示不同資產類別的微妙情況，樂觀而非恐懼是股票投資者的適當情緒，而懷疑則留給債券投資者，特別是在企業信用方面，因為企業信用根本無法為即將到來的經濟放緩風險提供足夠的溢價。當然，一致的市場時機幾乎是不可能的，但一般的股票投資者，尤其是科技股投資者，可能不需要等待很長時間來證明他們的耐心才能重新評估。為應對今天的通膨飆升，而盲目收緊貨幣政策正引發嚴重的問題，因為鷹派央行的先鋒認為對物價的影響有限，但對普通民眾的影響很大。隨著重點的轉移與正統觀念被挑戰，金融市場狀態肯定必須放鬆，資產價格應該重新評估。明顯的贏家將是現金流所反映的估值已較過去歷史水平便宜的資產，而需要耐心等待的時期可能很快就會結束。

**【台中銀投信獨立經營管理】**本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站 <https://www.tcbstc.com.tw>，或公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw> 查詢下載。