

股市創新高是否真的代表股價太貴了? ~ Market Valuation and Correction ~

Mindy L. Ying, MBA
President & CEO

Arthur T. French, CFA, CIC
Chief Investment Officer

Sonny C. Lin, CFA, CIC
Senior Portfolio Manager

Lily L. Ku, CFP®
Financial Planner

Chih-Lin Su, MBA, MSF
Financial Consultant

Jennifer S. Ying, CPA
Financial Consultant

Corey H. Liu, MBA
Financial Consultant

Joseph Fontamillas
Client Service Manager

Carmen Pon
Operations Manager

Offices:

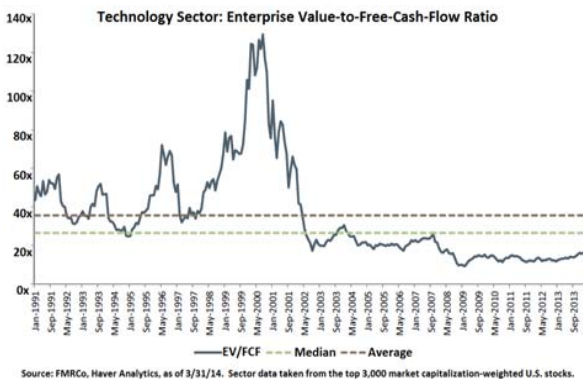
Southern California:
2540 Huntington Dr.
Suite 105
San Marino, CA 91108
Tel: (626) 286-4029
(888) 295-4419
Fax: (626) 286-0624

Northern California:
333 Gellert Blvd.
Suite 121
Daly City, CA 94015
Tel: (650) 758-0130
Fax: (650) 758-0131

www.PILLARPACIFIC.com

道瓊工業指數與標普 500 指數雙創歷史新高。這對股市投資人來說是好消息，不過也引發市場是否漲過頭偏離基本面及準備要修正的疑慮。我們相信即使市場一直會有修正的可能，但如今的多頭還會持續很長一段時間。

先由股票的評價（或是估值）開始談起。股票評價在 2008-2009 年的金融危機與市場修正遭到破壞。一如往常，股市對當時困境反應過度。但 2009-2010 年市場復甦初期，是回到均衡市場評價的均值回歸（mean reversion）過程；這終究還是公司基本面與股價的關係。自此，評價幾已跟上盈收的腳步，股價也從未真的漲過頭。下面的圖表顯示科技類股的評價變化。由於科技類股經常被指為價值過度高估同時在整體市值也占有明顯比重，所以在此以科技類股作說明，也代表股市投資人仍有機會。



這個圖表說明了公司價值（粗略是買下該類股內公司的價格）與這些公司所產生的自由現金流之間的關係。多多少少相較於本益比，這更能客觀顯示公司價值。當通膨與利率在歷史低檔，股票評價應該要遠高於過去 25 年的平均與中位水準，但很明顯不是這麼一回事。儘管這個圖表僅說明科技類股，但並不是只有科技類股才有這個現象，大多數類股的價值確實依然偏低。

在金融危機嚴峻以及經濟復甦緩慢的時空下，價值被低估的原因可被理解。即使成因有待討論，復甦低於標準卻是無所異議。每個經濟循環都與過去的循環有些相似之

處，但也都有其獨特之處。這次循環始於全球衰退，復甦動能來自全球齊步的貨幣政策。由於貨幣政策在執行與產生效用之間的時間落差，寬鬆政策的效應將會持續相當一段時間，偏向更長更全面的復甦。

我們曾提及美國在此次循環基本面的動能：寬鬆貨幣政策，充足現金儲備，科技促進生產力，能源欣欣向榮，效能與自動化促進製造業復興，房市復甦帶動消費者信心。即使基本面沒有明顯茁壯，投資人似乎也開始認為基本面至少能維持一水準。六月底，第一季國內生產毛額第三度下修，是 2009 年首季以來最糟的一次，市場卻幾乎沒有反應。投資人領悟冬季相關跌勢並非反映基本面，認為除了常態經濟活動的報酬外，還會有氣候相關的反彈，市場因而走揚。

也許一個讓股市投資人焦慮的主要原因是美國股市這兩年多以來沒有超過 10% 的修正。縱使很多人認為修正是無可避免的，可是要預測修正何時會出現卻是非常困難的（我們認為幾乎是不可能）。Laszlo Birinyi 近期的研究審視了自 1982 年以來十四個多頭市場修正。這個研究對股市修正提供了值得一探的觀點。

能觸發股市修正的事件似乎不多。十四次修正中，有八次美國經濟要負部分責任，有七次是國際經濟。四次導因於美國政治，五次來自聯邦準備銀行和利率。有兩次部分歸因於地緣政治，三次部分歸因於基本面。

Birinyi 的研究另有兩個值得注意的觀察。目前的多頭市場始於 2009 年，已經有四次超過 10% 的跌幅，在他分析的六個多頭市場中是最多的。在每一次修正中，通常有一天跌幅特別深，會佔整個跌勢的四分之一。在半數的取樣中，跌幅特別深的這一天最可能是出現在修正近尾聲，最後一個月之時。

我們的投資策略持續與最重要的市場趨勢結合，而目前趨勢是擴大的經濟復甦。股市修正會在意料外來臨但時間相對不長。當投資人領悟到市場處在修正時，買進會比賣出好。