

諾亞研究

2020年9月18日

主題 | 美股未來怎麼投？價值股接棒科技成長股？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

從長期來看，隨著成長板塊的性價比越來越低，價值板塊的配置價值也凸顯出來，以價值為防禦，也不失為應對市場接下來波動的一個策略。

美聯儲維持低利率的決心並沒有提振市場情緒，反而令市場增加了對經濟前景不確定性的擔憂，受周邊市場情緒影響，港股恆指昨日下跌 384 點，科技股沽壓明顯增加，昨晚美股全線低開，道指跌逾 300 點，納斯達克指數下跌超 2% 之後收窄。

今天我們會和大家聊一聊美聯儲本周會議的簡要解讀，對於市場以及對於成長股和價值股份別的趨勢影響，和我們目前對於市場風格切換的判斷。

美聯儲本周繼續將利率維持在近乎零水準，且大膽承諾會將利率保持不變，直到通脹在一段時間內適度超過 2% 的目標，以反映剛剛修改的平均通脹目標政策框架。

在大選前最後一次貨幣政策會議中，委員們以 8 對 2 的結果通過了決議，兩位聯儲行長投了反對票，其中僅有一位出於鷹派態度。點陣圖顯示利率將保持不變至少到 2023 年，在購債計畫上，美聯儲也仍將至少保持目前每月 1,200 億美元的購買步伐，即 800 億美國國債和 400 億 MBS。

鮑威爾在稍後的發佈會上更直接表明，經濟復蘇速度預計放緩，利率政策將保持高度寬鬆，直到經濟復蘇取得長足進步，不過美聯儲輕微上調了對 GDP 和失業率改善的展望。

市場並沒有因為美聯儲堅定的鴿派態度而受到鼓舞，似乎對美聯儲關於經濟復蘇的評估感到失望，但美聯儲其實在危機以來口徑並沒有發生改變。

我們曾多次解釋，危機發生以來，以美聯儲為首的各大央行史無前例的流動性支持，使得成長股的估值溢價將價值股遠遠地拋在後面，也創造了富可敵國的科技巨頭。單就蘋果一家公司，現在的市值僅次於日本和中國股市總市值，排在英國、法國、德國等國家前面。前不久，美國科技股的總市值已經達到 9 萬億美元，超過了整個歐洲股市總市值，而 2007 年，歐股的總市值曾經是美國科技股的四倍。

事實上，在成熟市場，尤其成長股比例更高的美股市場，成長股跑贏價值股的這一趨勢已經從 2006 年至今持續 14 年。就看到目前的市場，以羅素 1,000 成長指數和羅素 1,000 價值指數之比為指標，成長股跑贏價值股的幅度在今年 6 月份的時候超過了 2000 年科技泡沫之前的水準，即使 9 月初的科技股接近 11% 的回撤調整，也並沒有將這一指標「調整」到歷史最高水準以下。

圖一：羅素 1,000 成長指數/ 羅素 1,000 價值指數



來源：彭博，諾亞研究，資料更新至 2020 年 9 月 16 日，過去業績不代表未來表現

成長股對於美股的影響正如美股之於全球股市的影響。實際上如果只看美國價值股表現，其實是和大家印象中表現「落後」的歐洲以及亞太走勢高度一致。不包括 FAANMG 龍頭科技股在內的標普 500 公司，不管是在市盈率、市淨率還是市銷率，與歐洲大盤股整體水準並不分高低。

圖二：羅素 1,000 成長指數、羅素 1,000 價值指數、歐洲 STOXX600 指數及 MSCI 亞太指數



來源：彭博，諾亞研究，資料更新至 2020 年 9 月 16 日，過去業績不代表未來表現

不過就在美股這次回調的時候，我們也看到在一些資金從科技股中出逃，但卻有一些資金在「炒底」此前表現非常落後的價值股，比如銀行股、百貨零售、能源、酒店等舊經濟板塊，其中有很多是新冠疫情衝擊最大的行業或者公司，包括之前重挫的郵輪股和航空股都在 9 月初大盤下跌的時候不僅沒有隨著科技股一起暴跌，反而抱團逆勢上漲。

同樣在美股調整引發的港股下跌中，我們也觀察到相似的現象。一眾新經濟股相繼大跌，正當大市看起來進一步探底的時候，部分資金湧現傳統經濟股份，吸納表現落後的藍籌股，包括銀行股及保險股，甚至還有航空股。舊經濟價值板塊似乎成為市場的另類「避險」方式。

隨著市場對疫情回落的預期上升，一些偏週期性的價值板塊也有幾次小幅補漲，但持續時間都很短漲幅也不明顯，沒有形成趨勢。關於科技等成長股的拋售會否導致風格切換，市場對這一討論也非常多。

我們認為，海外經濟解封的方向基本不可能逆轉，在經濟復蘇維持常態化的趨勢下，價值股或具有類似價值股屬性的資產類別，是有機會補漲及追落後的。但就目前的市場條件來看，價值回歸、由成長向價值風格切換的信號還不明顯（例如通脹和利率這兩個影響成長與價值板塊的重要因素，都沒有趨勢性變化），但美國大選拜登和特朗普的政策差異，以及疫苗的研發進展，都是可能催化資金逐步向落後板塊流動的因素。

不過我們也需要理解，市場的風格切換不會一蹴而就，從長期來看，隨著成長板塊的性價比越來越低，價值板塊的配置價值也凸顯出來，以價值為防禦，也不失為應對市場接下來波動的一個策略。即使經濟復蘇節奏超過預期，價值股在一段時裡強勢回歸，一部分盈利增長基本面強勁的成長股也不太可能會失去動力。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。