

作者:

Jon Maier
Michelle Cluver,
特許金融分析師
David Beniaminov

日期: 2022年1月2日
主題: 行業觀點



行業觀點: 收益率上升如何影響股票估值

本月我們將剖析股息貼現模型 (DDM)、它的各種用途以及收益率上升如何影響股票估值的內在價值。本文將是我們研究收益率上升環境對各種基本因素和技術股票因素影響系列文章的第一篇。

首先，我們將定義創建DDM的方程式(涵蓋每個變量)，以及它如何與方程式的其餘部分相互作用。然後我們將討論收益率上升如何影響股票的內在價值，因為隨著加息的進行，風險回報的權衡將變得更加重要。最後，我們將通過我們的月度行業觀點將這些資訊轉化為各個經濟領域。

首先，讓我們從介紹DDM公式開始，然後我們將解釋其中的內容。方程式如下。

股息貼現模型 (DDM)

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(r_e - g)}$$

即:
 P_0 =公司的內在價值
 D_0 =今天的股息
 $D_0(1+g)$ =今天的股息乘以未來的預期增長
 r_e =公司的資本成本(也稱為要求回報或貼現率)
 g =永久化的公司股息增長預期

DDM的目標是快速和輕鬆地利用資產的可用資源了解該資產哪些內在價值基於某些市場和公司的預期。它以一間公司所有折算至現值未來股息的總和為其估值。貼現率(r_e)或個別公司的資本成本與利率呈正相關性。這意味著隨著加息的進行，假設增長(g)穩定，持有證券的成本也會上升。

公式的第一個主要組成部分是分子，它由今天股息乘以未來一段時間股息的增長組成。例如，如果一間公司今天支付2美元的股息，並且其股息增長率為5%，則 $D_0=2$ 美元，而 $D_1=2$ 美元(1.05)=2.10美元。第二個主要組成部分是分母，它是公司要求回報(也稱為貼現率或資本成本)與其增長率之間的差異。例如，假設我們剛才提到今天支付2美元股息的公司增長率為5%，其資本成本為10%。它的分母是10%的要求回報減去5%的增長率，即5%。

這一切與估值有何關係？儘管DDM似乎是一種過於簡化的證券估值方法，但由於其被廣泛使用，它對股票估值分析意義重大。



由於公式可被快速計算，輸入可被操縱和調整，可輕鬆進行各種情況的壓力測試。所以，讓我們把上面提到的例子湊合起來。

$$P_0 = \frac{2\text{美元}(1+0.05)}{(0.10-0.05)} = \frac{2.10\text{美元}}{0.05} = \$42$$

這意味著考慮到今天2美元的股息、5%的增長預期和10%的資本成本，這間公司的內在價值為42美元。如果這間公司在市場上的交易價格高於42美元，它是定價過高，應該被賣出，如果它的交易價格低於42美元，它是價格偏低，應該被買入。

現在，如果方程式的要求回報組成部分上升，但沒有對公司更高增長的預期，分母中兩個變量之間的差異就會擴大，拉低公司的內在價值。假設預期加息，可能會將貼現率從10%提高到12%。

$$P_0 = \frac{2\text{美元}(1+0.05)}{(0.12-0.05)} = \frac{2.10\text{美元}}{0.07} = \$30$$

貼現率上升2%似乎並不顯著，卻可使公司從30美元被重估至42美元，下降28.6%。這是重要的，有助闡明為何1月對股市來說是個艱難的月份。

精明的投資者可能會想到不支付股息的股票會發生什麼事情。與許多處於成長階段的公司一樣，這些公司將其收益再投資於其業務。如前所述，DDM以一間公司所有折算至現值未來股息的總和為其估值。因此，這些側重增長公司的大部分價值來自遙遠的未來，與目前正在產生正現金流的公司相比，未知數要多很多。俗話有云：「兩鳥在林不如一鳥在手」，今天的股息比承諾明天股息更高更有價值。因此，增長型技術相關公司被稱為「長期」，並且與固定收益類似，長期資產對加息更敏感。

這將我們帶到了今天，投資者面臨美聯儲(Fed)將提高政策利率的經濟格局，這轉化為更高的貼現率，導致估值下降。如果公司增長保持穩定，預期側重價值的行業和公司將領先業績，而其側重增長的同行可能會陷入困境。

有關我們目前的觀點，請參考下頁的行業表。



我們目前對美國行業的觀點

	正面因素	負面因素	總體觀點
通訊服務	訂閱服務(包括串流)合理積極趨勢的受惠者。擴增實境和元宇宙發展的潛在未來受惠者。	半導體芯片短缺繼續對行業產生負面影響，並可能持續到2023年。 ¹ 加息將對適用於未來收益和現金流的貼現率產生不利影響。這可能會鼓勵從增長型轉向價值型，並將對市場情緒產生負面影響。	減持
非必需消費品	消費者增加採用在線訂購和送貨以及店內取貨，以適應大流行環境。	非必需消費品是勞動密集的行业。如果公司無法轉嫁通脹壓力，工資壓力加上材料和運輸投入成本上漲將對利潤構成風險。 受供應鏈中斷的不利影響，尤其是汽車行業的半導體短缺。海運延誤和空運成本上升都是不利因素。	減持
必需消費品	如果Omicron變種病毒病例在冬季繼續增加，由於該行業與經濟週期的相關性較低，因此雖然經濟低迷，其需求可能會保持穩定。儘管Omicron病例看似	通貨膨脹將對無法將不斷上漲材料成本轉嫁給最終消費者公司的利潤率產生負面影響。在我們的定價能力分析中，必需消費品的得分普遍較低。	市場權重



	正在顯著下降。	空運和海運成本上漲可能會對公司利潤產生負面影響。 ²	
能源	與俄羅斯的緊張局勢升級可導致全球能源價格上漲，對該行業產生積極影響(俄羅斯為出口至歐洲的大型天然氣出口國)。美國已在很大程度上重新開放，並繼續在應對新冠肺炎方面取得進展，原油需求已準備好受惠於全球重新開放和增長加快。	能源行業依賴全球需求和流動性。因此，它是對不斷上升新冠肺炎病例最敏感的行業之一。Omicron變種病毒和旅遊限制對該行業不利。中國經濟增長放緩可能會減少石油需求。對「恢復正常生活」的信心可能會導致產量上升，增加供應並降低價格。	增持
金融	金融行業受惠於經濟增長加快、加息和更陡峭的收益率曲線。強勁的資產負債表、吸引的估值和持續的週期性反彈為銀行業績奠定了基礎。 ³	高現金水平和低貸款需求正在阻礙收入，儘管最近貸款增長已轉為正數。 ⁴ 經濟增長率達到頂峰可抵銷有利的加息。減息或收益率曲線變得平坦對金融業不利。	增持
醫療保健	由於全球人口老齡化和新興市場的中產階級不斷壯大，人口統計數據對此行業有利。美國疾病管制與預防中心建議注射加強劑	藥品定價壓力仍然是一個風險因素，儘管立法進程緩慢，目前預料不會通過任何重大事項。	增持



	對抗Omicron變種病毒對藥廠和護理服務提供者來說都是一個福音。 ⁵		
工業	國內生產總值上升、加息、通貨膨脹升溫和基礎設施支出潛在增長的受惠者。回岸和向自動化基礎設施支出轉型將對機械人和人工智能長期有利。	槓桿率上升、估值日益昂貴以及盈利波動性上升可能會削弱該行業的表現。 ⁶ 供應鏈問題可能是工業行業的主要阻力。公司發布的第四季度指引負面多於正面。	市場權重
資訊科技	<p>軟件公司應可受惠於資本支出的上漲，因為公司希望在工資上漲的情況下提高生產力。⁷</p> <p>隨著社會適應新技術，雲端計算、網絡安全和清潔技術等某些關鍵顛覆性技術的日益普及在後新冠肺炎世界應可持續。這種轉變可能會繼續下去。</p>	加強監管審查是該行業面臨的風險。兩黨都支持加強監管這個領域。加息將對技術等長期增長行業產生負面影響。	市場權重
物料	對電動汽車採用、替代能源和儲能的更多關注應對鋰和電池技術有利。	嚴重的供應鏈瓶頸可抑制經濟增長。增加法規(特別是旨在防止氣候變化的法規)是潛在的負面因素。	市場權重



	通脹升溫的受惠者導致原材料價格上漲。		
地產	側重於恢復正常的重新開放對房地產中的辦公室、零售和酒店領域有利。 住宅房地產投資信託基金看到強勁的需求和不斷上漲的租金正在轉化為多戶家庭租金的上漲。	有關全面返回辦公室以及靈活工作環境將如何減少辦公空間需求的不確定性。 如果成本不能轉嫁給租戶，快速加息會增加融資成本，並產生風險。	市場權重
公用事業	美國銀行將公用事業行業確認為質量最高的行業。它受惠於抗跌力強的基本因素，包括穩定的收入。 ⁸ 由於商品和服務缺乏彈性，這是衰退環境中的首選行業。	與氣候相關的法規可能會隨著時間增加，這可能會削弱該行業的吸引力。 由於政府監管，公司可能無法轉嫁通脹相關成本的上漲。	市場權重



註:

¹ 《華爾街日報》，美聯儲在進一步推行縮減計劃時擔心通脹風險，2021年10月13日

² FactSet, *Earnings Insight*, 2021年10月22日

³ 美國銀行, *RIC 報告: 等待獲得報酬*, 2022年11月1日

⁴ 嘉信理財集團, *行業觀點: 金融*, 2022年1月25日

⁵ 美國疾病管制與預防中心, *美國疾病管制與預防中心進一步推廣新冠肺炎加強劑*, 2021年11月29日

⁶ 美國銀行, *RIC報告: 美國仍然十分出色*, 2021年9月14日

⁷ 美國銀行, *RIC報告: 等待獲得報酬*, 2022年11月1日

⁸ 美國銀行, *RIC報告: 美國仍然十分出色*, 2021年9月14日



定義

相關性：相關性表示兩個不同變量之間線性關係的強度。大於零的相關性表示正相關。小於零的值表示負關係。零值表示兩個變量之間沒有關係。

股息：公司向其股東分配的利潤。（有些公司不支付股息，而是將利潤重新投資於業務。）

估值：用於確定資產價值或估值的過程。

投資涉及風險，包括可能損失本金。焦點集中的投資或會帶來更大波幅。科技主題投資可能會遭受科技的日新月異、激烈的競爭、產品和服務迅速被淘汰、知識產權保護的喪失、不斷演變的行業標準和頻繁出現的新產品生產以及商業周期和政府法規的變化影響。

本材料代表對特定時間點市場環境的評估，並非對未來事件的預測，亦非對未來結果的保證。此資訊無意作為個人或個性化的投資或稅務意見，並且不得用於交易目的。有關您的投資及 / 或稅務情況的更多資訊，請諮詢財務顧問或稅務專家。

資訊由Global X Management Company LLC提供。

