大驚奇：美股可能迷失十年，投資者如何部署？

（一）

文章刊出之日已是農曆新年，希望讀者今年事事順利。

之前文章提過，無論是港股或美股，眾大行去年年頭給出的「指數目標」，都和年尾水平相差甚遠。這也不獨是因為去年環球股市大瀉—在2021年，大行年頭的「目標」，年尾也是全數失靈。但筆者並非取笑大行分析員，而是希望大家知道，世事多變，豈可盡如人意？

年頭估年尾，實在是相當困難。更何況是估十年？所以筆者今次的猜想，應該不是大概率事件，很可能不會實現，旨在提供多一個情景可能，讓讀者思考。

但筆者真心相信，未來十年，美股可能再次進入「迷失十年」。具體點說，就是美股未來一段長期間，回報可能令投資者失望，美股很可能跑輸其他股市。

（二）

讀者對日本的「迷失十年」，應該耳熟能詳，轉眼間好像已到「迷失卅年」。但，為何美股也會「迷失十年」？留意，筆者說是的「美股」，不是「美國」。

投資者總是善忘。美股當然也出曾出現過「迷失十年」，而且筆者並非說戰前大蕭條等遠古年代的事。美股對上一次「迷失十年」，離我們不遠，筆者也算是有份經歷。

2010-2019年，是美股的「黃金十年」，每年複合回報14%。這並非史上最好的十年，但己經遠高於歷史每年平均回報（約10%）。不要小看14%的回報：十年複合，等於1元變4元了。

但，再對上的十年，就是美股的「迷失十年」。2000-2009年間，美股回報令人失望。接下來會否歷史重演？相信有一定機會。

對上一個「迷失十年」，美股表現有多差？2000-2009年，美股上一次「迷失十年」，回報為負數！也就是說，坐足十年，仍是得個桔。

再具體一點，若2000年時，摸頂買入標普指數ETF，坐足十年，仍未回家。若買的是納指ETF，情況更加惡劣，坐足十年，仍要輸一半！當然，之後十年海闊天空，則是後話。馬雲的名句：今天很殘酷，明天更殘酷，後天很美好。但絶大多數人死在明天晚上。

歷史不會簡單重演，那為何筆者認為現在的情況，和當年有相似之處？

（三）

在此要強調，筆者並非排外的「小粉紅」。近年都說「東升西降」，筆者倒是相當懷疑。不少人看淡美國經濟，甚至認為美國今年將步入衰退。筆者認為不用糾纏於此一定義。經濟收縮0.1%，步入衰退；和經濟增長0.1%，避過衰退，實際上有何分別？近乎沒有。

美國衰退不衰退？筆者不太清楚，但這當然是可能發生的事。不過觀乎美國就業市場如此強勁，有理由相信，即使美國步入衰退，也會是相當溫和的衰退。

況且，很多人聽到衰退，聞之色變。但難道大家沒有見過衰退？經濟總有周期，總是有起有落。連百年一遇的疫情以及金融海嘯，我們也見過，也撐過了。衰退何懼之有？美國會不會衰退，筆者不知道，但可以相當肯定的是，即使美國衰退，經濟也會在數年後重拾動力。

既然筆者並不太看淡美國經濟，那為何認為美股會「迷失十年」？這就是重點，也是許多人的盲點。

讀者務必留意，經濟和股市，並非同一回事。坊間很多分析，都是直線思維：某地的經濟大有可為，「所以」股市必升，「所以」你應該投資。這是全錯的。看看美股對上的「黃金十年」（2010-2019），表現差不多冠絶全球，但難道美國的經濟增長就比全球好？明顯不是。中國經濟增長就拋離美國很多，但A股表現卻落後幾條街。

十年尚且如此，若投資者聚焦於短線，一年半載（這當然是短線！）的表現，更是「無路捉」。近年不少人在說越南故事，去年越南經濟增長在主要經濟體中名列前茅。但去年越南股市，卻是大瀉收場，計及越南盾的跌幅，投資者是傷上加傷。

我們重溫歷史，美股對上一次「迷失十年」，是2000-2009年。有一定投資經驗的讀者，定會記得，是「科網泡沫爆破」。

不過，值得思考的是，為何「科網泡沫爆破」，會拖累美股「迷失十年」？細想好像不太符合邏輯。當年的科網，真的只是小眾玩意，幾千間科網執笠，對大家的生活，一點影響也沒有。而當年股市大跌，也不見得釀成甚麼金融危機。

事實上，在美股上一次「迷失十年」期間，美國經濟差不多每年都保持增長（唯一錄得負增長是金融海嘯後的2009年），所謂「科網泡沫爆破」，並沒有長期拖累經濟。

這也引證了筆者強調的一點：經濟和股市，並非同一回事。美股上一次「迷失十年」間，美國經濟依然維持不俗增長。

也就是說，美股上一次「迷失十年」，並非因為經濟差勁，真兇另有其人，經濟持續增長也可以令你坐足十年仍要輸。只是人性愛聽故事，我們總愛以「事件」去解釋股市起落。

而這位「真兇」，現在似乎也己經現身。

（四）

美股上一次「迷失十年」，真兇是誰？答案是一個熟悉又悶蛋的名字：估值。

十個有九個投資者，都輕視估值的重要。首先是人性愛聽故事，某國經齊如何好，某公司產品如何了得，是容易入耳的故事。相反，蛋頭學者和你說，「美股經調整的估值，已比十年平均超過兩個標準差」，絶對是收視毒藥。筆者當分析員時，連基金經理也不喜歡聽這些（雖然他們能理解），何況普通投資者？

況且，估值這回事，博大精深，很抽象，難有標準。即使是讀金融出身的讀者，或是金融從業員，都不易理解。

可是，不容易理解的事情，不代表不重要。甚至正是因為很多人不理解，才是更重要。

最常見的估值指標，是用「市盈率」（Price earnings ratio，簡稱PE），相信讀者應該也有一定概念，至少也聽過此名詞。但單看PE，當然有局限，因為經濟有周期，企業盈利也有周期，著眼於個別年份的盈利，難免失真。於是乎，學者發明了「周期性調整市盈率」，也就是計及周期因素的市盈率，簡稱CAPE（Cyclically adjusted price-to-earnings ratio）。背後計算就有點複雜，但讀者不難在媒體或網上找到有關數字。

美股在上一次「迷失十年」有多貴？標普指數在頂峰水平時，CAPE達到40倍。坊間愛說「有買貴無買錯」，不過很抱歉，買貴，就往往是買錯，因為任何事情都有個價錢。如此高估值追入股票，後果當然嚴重。

筆者再次強調，美股上次「迷失十年」之時，美國經濟仍然保持不錯的增長。所以一如所料，標普指數成份股的盈利，也是有不錯的增長。上次「迷失十年」間，標普指數成份股的盈利，升了35%，還算不錯。

可惜又可怕的是，標普指數的CAPE，卻由2000年時的40倍，跌至2009年時的20倍。這就是典型的「殺估值」，盈利不錯是有增長，但卻仍然追不上估值的收縮。

再具體點說，想像一家公司，2000年盈利1億，市盈率40倍，市值就是40億。其後十年，盈利增長不錯，升了35%，到2009年，盈利1.35億，可是市盈率卻跌至20倍，所以市值是27億。十年過去，盈利有增長，但市值卻仍蒸發一截。這就是美股上一次「迷失十年」發生的事。

「估值」就是如此可怕的殺手，即使你找到有增長的好公司，也可以輸錢。再講一次，買貴，往往就是買錯。近年不少人買科技股損手（例如Tesla，Netflix），也是這個原因。並非公司不成功，並非公司沒有盈利，但卻是買得太貴。當然，要事前知道，卻是不太可能。

（五）

經濟情況，公司前景，盈利能力，不少讀者都可以掌握。但說到「估值」，往往就投降了。／

筆者不少Patreon讀者都會問，那到底是誰決定「估值」？為何上一次「迷失十年」，最初CAPE可以上到40倍，後來卻只剩下20倍？會不會升回40倍？為何不可以升到80倍？到底甚麼水平才算平？甚麼水平才算貴？

這些問題嘛，抱歉，難有絶對答案。用一個較哲學的層面去思考，任何成交，都是有買有賣，就是有人覺得貴，有人覺得平。若果有絶對標準，就大家看法一樣，不會有買賣了。

不過，可以留意兩點。第一，「估值」這回事，一般有「均值回歸」（mean reversion）的趨勢，就是像鐘擺一樣，數十年內，還是有個區間。例如CAPE去到近40倍，怎說也是貴，雖然當你身在局中，就會認為「貴可以更貴」，「這次不一樣」。

另外，「估值」受甚麼影響？這就更加大學問，但簡單來說，最主要是兩個因素。第一時市場氣氛，第二是利息水平。這兩點讀者不會太陌生。市場亢奮之時，貴一貴也肯買，沒有盈利的公司也大把人追入，個個談夢想和願景，錢多人傻，不用看盈利。但市場氣氛逆轉之時，則是夢想免談，給我現金，最好有息派，沒有息派也要有盈利，沒有盈利也要有收入增長—連收入增長都沒有的，當然受到瘋狂拋售，例如早兩年的那些網紅股（meme stocks ）

至於第二點，低息刺激高估值，也不是火箭數學，大家可以輕易感受到。過去多年，存款於銀行，利息近乎是零，買美債往往也得1厘回報，投資者是「焗賭」。但近期情況逆轉，買美債也有近4厘息，做定期存款也不難得到4厘5厘息，股市的估值，自然大打折扣。

（六）

說了這麼多，為何筆者認為美股有可能再次步入「迷失十年」？答案也是因為估值（而不是因為看淡美國經濟，或是看淡企業盈利）。

之前提過，美股對上一次「迷失十年」時，CAPE達到40倍。2021年時，美股估值也達到此水平。筆者當時也有看到，有文章提及美股太貴，美來回報將會令人失望。不幸的是，筆者依然心存僥倖，認為「這次不一樣」。

去年美股表現，令人失望。但這已是歷史，投資還要向前看。若美股真的再一次「迷失十年」，投資者可以如何應對？

答案其實很簡單：不要只買美股。留意，是不要「只買」美股，而不是「不要買美股」。首先，筆者只是認為美股可能跑輸，但不代表會輸錢。況且，筆者的猜想，並非大概率事件。萬一筆者看錯呢？筆者跌眼鏡名譽掃地事小，閣下的投資則事大。

值得留意的是，在美股上一次「迷失十年」，其他資產表現不錯。有句老話說，There is always a bull market somewhere，總會有些資產升。原因很可能是因為資金總要有些地方停泊。

在美股「迷失十年」間，不少其他資產，表現都不錯。最明顯的是，其他已發展國家，例如歐洲市場，表現遠超美股。新興市場的情況也是一樣。當然，有些其他資產類別，表現更勝股票，例如高息債或是各種房地產信託（REITs），而即使是美國國債，當時表現也較美股為好。

即是只是買美股，也可以留意，在上一次「迷失十年」時，小型股，或者是價值股，表現都較增長股及大藍籌為佳。

讀者可能會問，若想買新興市場股票，或想買價值股，應該如何入手？買基金還是ETF？篇幅所限，仔細部署，筆者只能在Patreon詳談。

不過可以肯定的是，分散投資，可保平安。資產類別要夠分散，地域上也是，切忌自作聰明，自以為「看好」某國就all in 買入，要謙虛一點。

當然，時機上也要分散，切忌「一注獨贏」—以美股上一次「迷失十年」的情況來說，筆者提過，摸頂買標普指數，十年仍未回家。但，若果是分段投資，例如悶蛋的每個月買入，則早早已經回家。