

## 美国空头股市之剖析

作者：Tim Koller, Zane Williams

来源：《麦肯锡高层管理论丛》 2003.1

美国股市在过去两年内的暴跌现象，是继 1930 年代以来最严重的一次崩盘？或只是特定类别与企业的回档修正？答案端视衡量标准而定

2002 年 10 月底，美国股市终于软弱无力地止跌回升。就大多数常见的衡量标准而言，前两年重创投资人的空头市场，可说是大萧条时期以来最惨重的一次。标准普尔 500 指数在过去三年内低迷不振，大幅萎缩了三分之一，许多投资人仍心有余悸，纷纷抱持着审慎观望的态度。

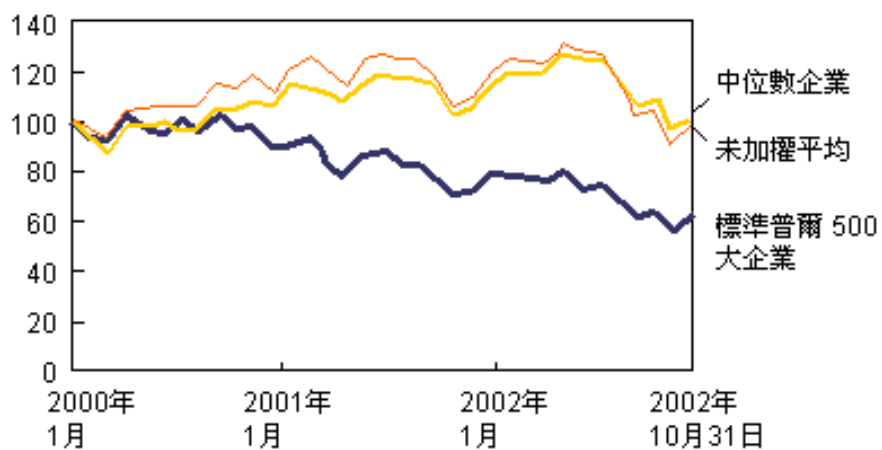
然而一旦深入剖析这项指数，却有出乎意料之外的发现。大多数投资人都知道信息和电信产业是跌幅最大的两个类股，而市值超过五百亿美元的超大型企业，也同样受到不成比例的打击。然而一般投资人并不了解，股市在泡沫破灭之后蒙受的损失，主要局限于上述三大范畴——尽管标准普尔指数屡创新低，但在该指数所涵盖的范围里，市值上涨或跌幅不到 10% 的企业，占了将近三分之二强。投资人受创是一项不争的事实，但指数中超过 40% 的企业市值在空头市场中上涨，着实是个很诡异的现象。况且，信息与电信类股的股价，似已逐渐回到与市场其它类股一致的水准，意味着最惨淡的衰退时期，已接近尾声。

### 加权指数

2000 年 1 月到 2002 年 10 月之间，标准普尔 500 指数重挫了 37%，难怪投资大众一片愁云惨雾。然而许多投资人不明白，一项指数的结构与设计，大大影响人们对股市的整体观感。标准普尔是以企业市值进行加权的指数，意味着规模愈大的企业，愈容易左右指数的表现。假使采用未加权平均数（也就是说，每家公司不论大小都具有同等份量），或追踪中位数企业的发展，那么标准普尔指数在这 34 个月里的跌幅，就可能十分有限。

圖一

指數：2000年之標準普爾 500 指數=100



資料來源：Compustat、麥肯錫分析

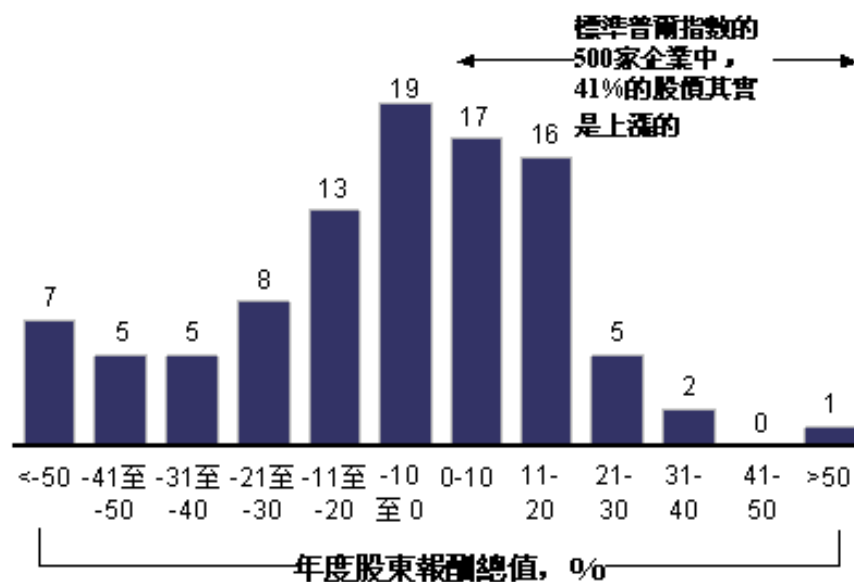
麥肯錫公司

### 空头市场中的佼佼者

倘若抛开股市整体表现，改而观察企业个股的表现，你会赫然发现：在标准普尔指数所涵盖的五百家企业里，41%的股价其实是上涨的，另外 19%的年度跌幅则不到 10%。

圖二

2000年1月1日至2002年10月31日標準普爾 500 指數年度股東報酬總值分佈<sup>1</sup>



<sup>1</sup>由於四捨五入之故，數字總和不等於100%

資料來源：Compustat；麥肯錫分析

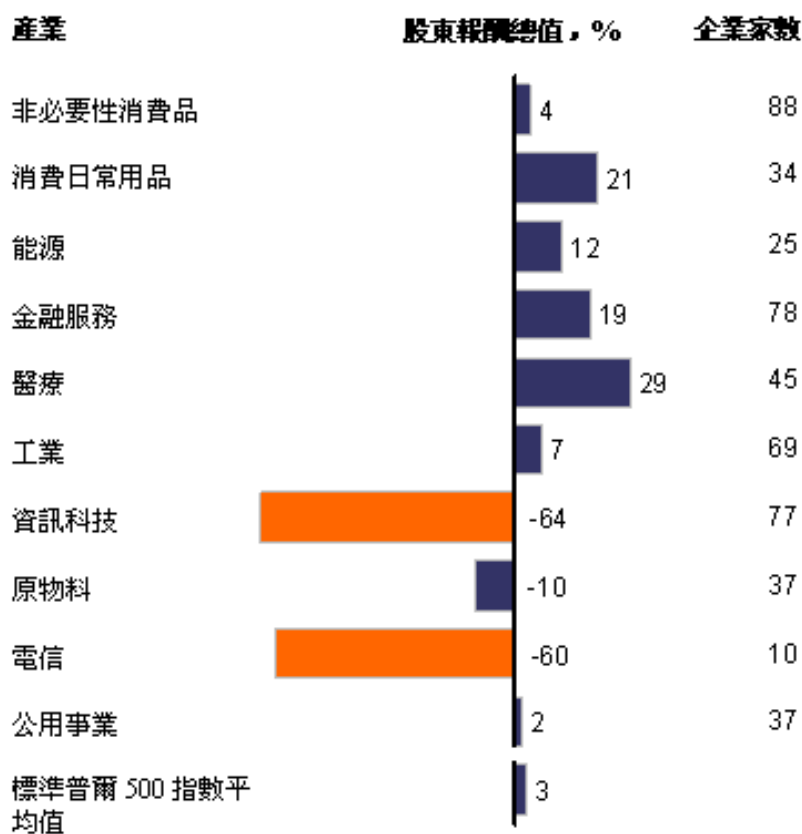
麥肯錫公司

## 产业泡沫破灭

或许，这两年的盘势并不能称为空头市场，而不过是大型产业的回档修正罢了。信息科技与电信业等泡沫产业的股价分别暴跌 64%和 60%，但其它类股的股价仅微幅下滑，或呈现上扬现象。

圖三

2000年1月1日至2002年10月31日標準普爾 500 指數股東報酬總值之產業平均值



資料來源：Compustat；麥肯錫分析

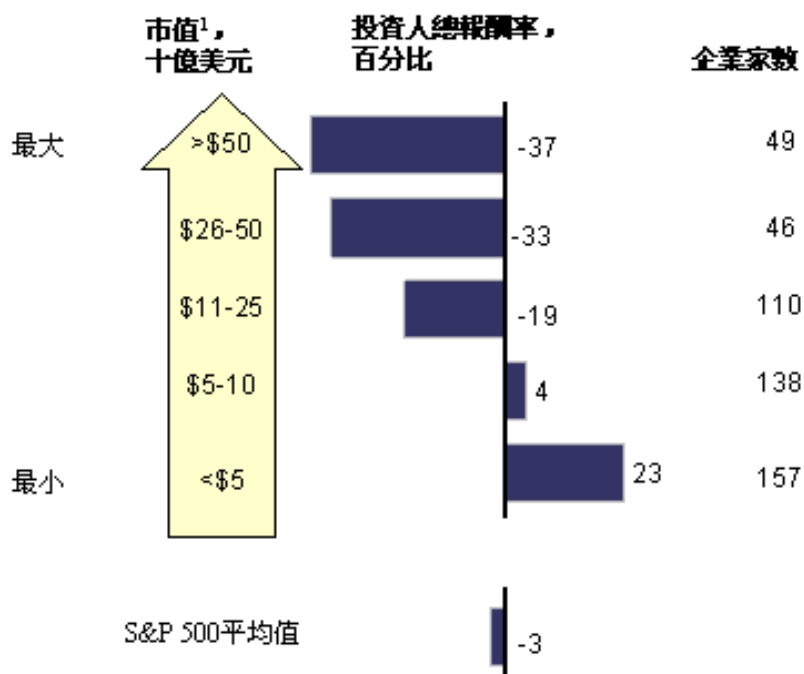
麥肯錫公司

### 超大型股重挫

大型企业的疲弱表现，是造成股市空头走势的第二项因素。由于标准普尔 500 指数系以价值进行加权，所反映的是股市整体，不能代表平均情形。因此，规模最大的企业，对指数表现具有最强大的影响力，偏偏为期两年的泡沫时期诞生了许多超大型股（市值超过五百亿美元的企业），严重扭曲了市场平均值。如今，空头市场大幅修正这些超大型企业的股价，正如信息技术与电信类股的际遇一样。

圖四

2000年1月1日至2002年10月31日 S&P 500 投資人總報酬率依市值進行分類平均，百分比



<sup>1</sup>2000年1月1日之市值

資料來源：Compustat；麥肯錫分析

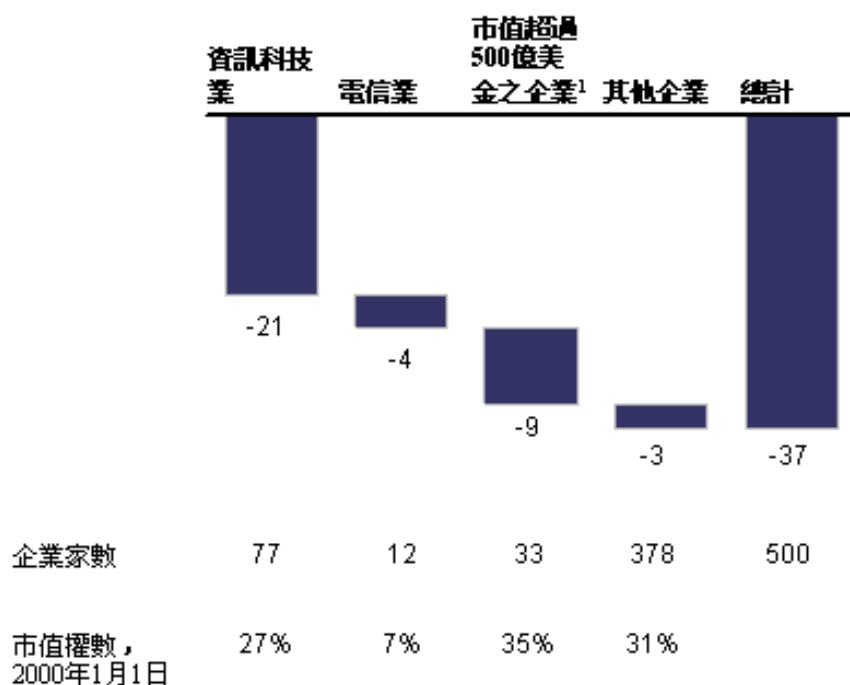
麥肯錫公司

### 损害盘点

2000年1月到2002年10月间，标准普尔500指数下跌了37个百分点，其中25个百分点可归咎于信息科技与电信产业的表现，另外9个百分点则肇因于超大型股的下滑；只有3个百分点与指数中其它378家公司有关。

圖五

2000年1月1日至2002年10月31日標準普爾 500 指數股東報酬總值之項累計



<sup>1</sup>不包括資訊科技與電信業者

資料來源：Compustat；麥肯錫分析

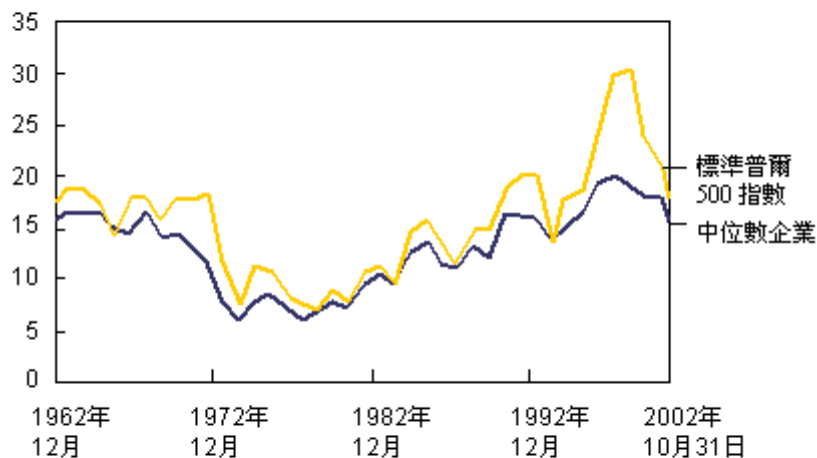
麥肯錫公司

### 超额价值尽释

虽然标准普尔 500 指数仍步履维艰地，试图从高科技泡沫与超大型股暴跌的冲击中复苏，不过，大多数企业的股票，却持续呈现交易热络的景象。尽管如此，基于标准普尔 500 的份量，这项指数一直支配着一般大众对整体市场的观感。若以其它方式衡量标准普尔五百家企业的表现，此次空头市场的戏剧性将大打折扣。过去，不论以加权指数、平均数或中位数衡量标准普尔指数的表现，都不会有太大差异。然而如今情况大不相同，若以平均数或中位数进行评估，标准普尔指数在此次空头市场中的下滑幅度，将相对显得微不足道。从历史的角度观察，值得宽慰的消息是市场排空了大部分的超额价值。如今，市场的整体估价和历史走势一致，若回顾过去四十年来的本益比 (P/E) 水准，显示标准普尔 500 指数正式版本的本益比，已与中位数企业的本益比相去无几。

圖六

## 標準普爾 500 指數之本益比



資料來源：Compustat；麥肯錫分析

麥肯錫公司

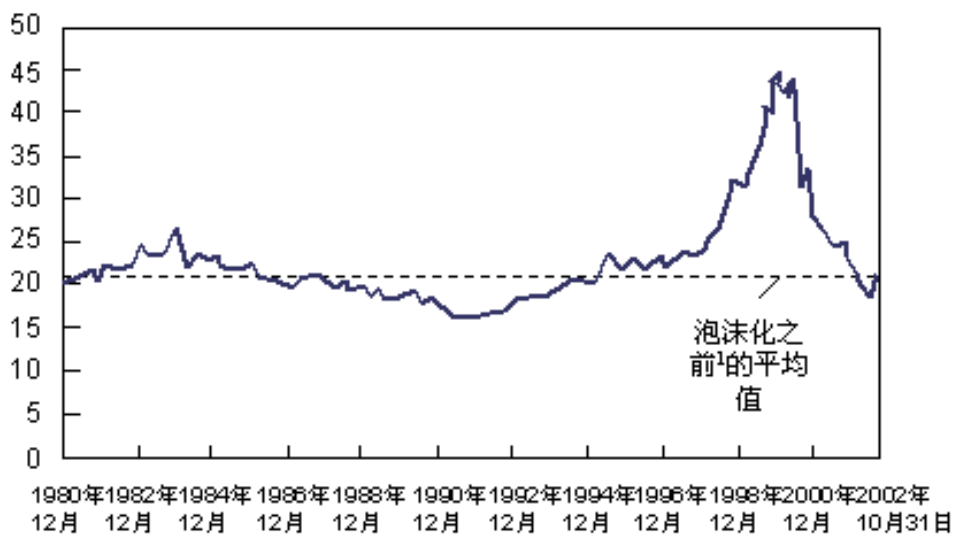
## 回归正常水准

过去两年来，许多企业的股值惨遭剧烈的回档修正，原本受到高估的过热市场，或许可以因而回归较为实在的水准。1998年，泡沫市场形成之前，信息和电信类股仅占标准普尔指数整体市值的15%到25%，随后一路向上窜升，到了2000年，已达整体市场的45%。2000年之后，这两大类股的市值又逐渐拉回历史水准——略低于泡沫化之前的平均值。市场是否过度修正这两大类股的价值？我们无法骤下定论，不过，我们确实认为它们的市场价值，不太可能继续大幅震荡。

此外，超大型企业的股票，也失去泡沫时期高于市场水准的溢价幅度——这是十分合理的发展，因为长期而言，这些公司的成长速度并未胜过其它企业。尽管空头市场让投资人吃尽苦头，假使它代表着产业泡沫的破灭，而非整体经济走势疲软的表征，那么或许有朝一日，市场终将证明它的体质并未如表面上看来那么孱弱不堪。

圖七

標準普爾 500 指數之電信、媒體與科技類股總市值



1980年12月到1997年12月

資料來源：Thomson Financial；麥肯錫分析