

價值型投資好還是成長型投資好？

- 美國股市近百年期間，價值型投資的績效優於成長型投資的績效。
- 價值型投資和成長型投資的相對績效具有周期性的變化。
- 受惠於金融海嘯後全球處於低利率的經濟環境，成長型投資的績效優於價值型投資。
- 兩種投資風格的投資報酬率和風險孰高孰低因時而異，很難斷言哪一種投資風格未來的績效會比較好。

作者：張森林

日期：2024 年 5 月 23 日

每位傳奇的投資專家幾乎都有其投資風格，例如**股神巴菲特的**投資風格就是所謂的**價值型投資**。本文討論比較分析最常被廣泛討論的兩種投資風格：價值型投資和成長型投資，這和我們之前介紹因子投資時提到的價值因子和成長因子是相同的概念。首先帮大家複習一下何謂價值因子和成長因子：

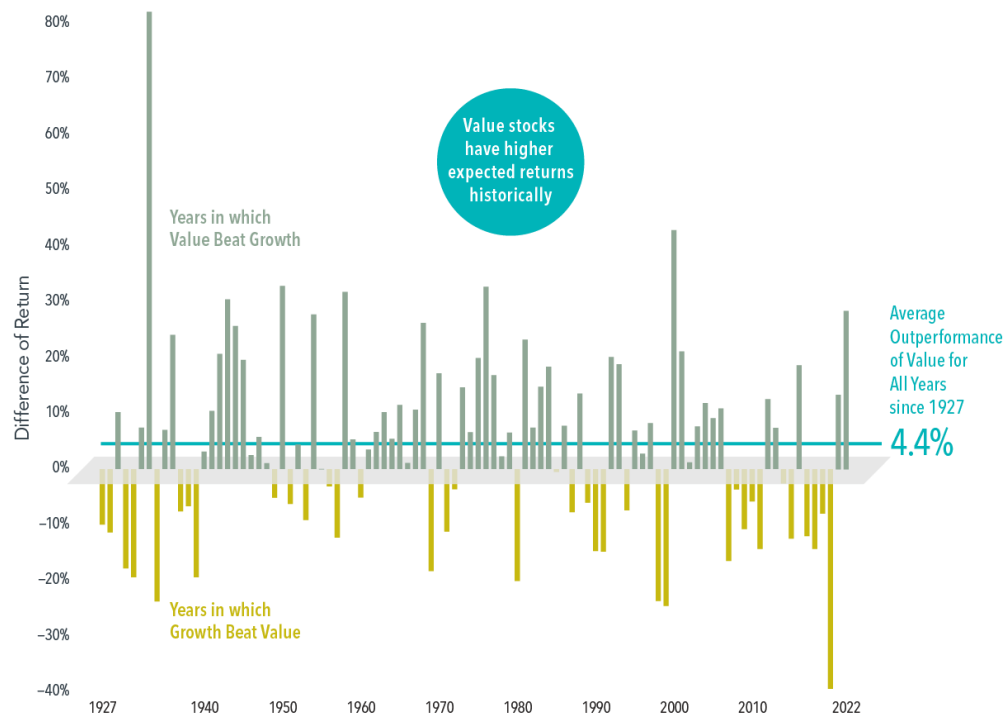
價值因子和價值型投資：利用某些基本面價值(例如帳面價值、每股盈餘、營收等)和市價進行比較，以挑選出股價相對低估的股票進行投資。

成長因子和成長型投資：以「營業額成長」、「盈餘變動量/股價」、「營收動能」等成長因子，挑選出具有成長潛力的股票進行投資。

價值型投資和成長型投資各有其追隨者，那麼究竟哪一種投資風格的長期投資績效比較好？哪一種投資風格的風險比較低呢？首先根據 Dimensional 基金公司的研究發現(請參見圖 1)¹，從 1927 年到 2023 年近百年期間，價值型投資的績效顯著優於成長型投資的績效，兩者的年化報酬率平均每年相差 4.4%。從這個結果可以推論，**股神巴菲特卓越的投資績效部分原因是來自於他選對投資風格。**

¹ 請參見下列網站：<https://www.dimensional.com/us-en/insights/when-its-value-versus-growth-history-is-on-values-side>。

圖 1：價值型投資和成長型投資歷年投資報酬率的差異



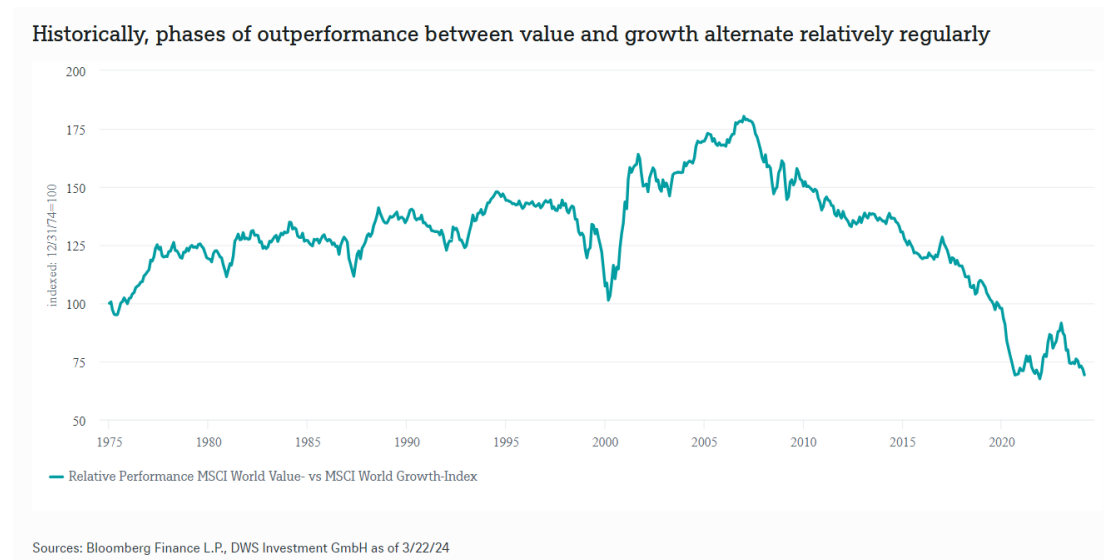
然而值得注意的是，上述的結果可能受到不同的資料期間、不同國家的股市數據資料而有所差異，例如：德意志資產管理(DWS asset management)公司比較分析 MSCI 世界價值指數和 MSCI 世界成長指數的相對價值走勢，² 圖 2 的結果顯示，**從基期(1974 年 12 月 31 日)到 2006 年 12 月 29 日約 32 年的期間**，價值型投資的績效比成長型投資的績效好(這和 Dimensional 基金公司的研究結果相同)，指數從基期的 100 一路上升到 180.36；換言之，在這 32 年期間兩種風格投資都上漲許多，但是**價值型投資上漲更多，漲幅是成長型投資漲幅的 1.8036 倍**。相反地，**從 2006 年 12 月 29 日到 2024 年 2 月 29 日近 17 年多的期間**，成長型投資績效顯著優於價值型投資績效，指數從 180.36 一路下跌到 69.25，這意味著在這段期間，**成長型投資上漲幅度是價值型投資上漲幅度的 2.60(=180.36/69.25)倍**。

由圖 2 的結果可知，**價值型投資和成長型投資的相對績效具有周期性的變化，可謂 10 年河東 10 年河西**，哪一種投資風格的績效較佳可能受到當時的經濟環境和投資人的偏好影響。自 2008 年金融海嘯以來，全球經濟普遍處於低利率的環境，有利於成長型公司用較低的利率借款投資，而且因為利率低所以市場投資人可以容忍成長型股票有更高的本益比，在這樣的經

² 請參見下列網站：<https://www.dws.com/en-tw/insights/cio-view/macro/cio-special-03272024/>。

濟條件和投資人偏好下，造就了這段期間成長型股價相對於價值型股價更大幅度的飆漲。

圖 2: MSCI 世界價值指數和 MSCI 世界成長指數的相對價值走勢



價值型投資和成長型投資哪一種投資風格的風險較低?答案是不一定,根據 Petkova and Zhang(2005)的研究發現³,當市場狀況不好(bad times)、投資人的期望風險溢酬較高時,價值型投資的風險高於成長型投資的風險。反之,當市場狀況好(good times)、投資人的期望風險溢酬較低時,成長型投資的風險高於價值型投資的風險。

最後,本文比較先鋒成長指數基金(Vanguard Growth Index Fund,代號 VIGIX)和先鋒價值指數基金(Vanguard Value Index Fund,代號 VIVAX),從 1998 年 5 月 14 日到 2024 年 5 月 21 日期間的 10 年滾動年化報酬率和標準差,圖三的資料顯示成長型投資和價值型投資的 10 年滾動年化報酬率互有領先和落後。同樣的,成長型投資和價值型投資的 10 年滾動標準差也是互有高低的情況,顯示**這兩種投資風格的投資報酬率和風險孰高孰低因時而異,很難斷言哪一種投資風格未來的績效會比較好。**

³ Petkova, R., & Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth? *Journal of Financial Economics*, 78(1), 187-202.

圖 3: 先鋒成長指數基金和先鋒價值指數基金的 10 年滾動年化報酬率和標準差

