

小型股全面走強



Charles M. Royce
執行長暨基金經理人



Francis Gannon
共同投資長，
董事總經理

- 2016年年初迄今，第三季是羅素2000指數表現最為強勁的一季，雖然傳統價值股及績優股表現落後，但其絕對報酬仍舊相當強健。
- 即使將對股票與經濟普遍的消極看法納入考量，我們認為小型股的股價沒有那麼昂貴，亦無看到任何市場觸頂的跡象。
- 在量化寬鬆政策於將近兩年前中止之後，升息可以說是在漫長的正常化過程當中，必須採取的最後一個步驟 - 聯準會必需採取與經濟表現一致的行動方式。

「我想均值回歸的力量將會讓價值股在後續小型股循環內保持領導地位。」

Chuck Royce

問：您認為成長股在第3季捲土重來代表小型成長股會重新取得市場領導地位嗎？

答：Chuck Royce：我不這麼認為。首先，即使在季末因德意志銀行的問題造成了小型股的波動，其第3季的整體表現仍非常強勁。雖然傳統價值股及績優股表現落後，但它們的絕對報酬依舊強健。

事實上，2016年年初迄今，第三季是羅素2000¹指數表現最為強勁的一季。我不能完全確定背後的原因，但是投資人在第三季顯然願意承受多一點的風險，並且著眼於較為投機性的領域。在任何情況下，我認為均值回歸力量² – 這可能是市場上最不容忽視的一股強大力量 – 將會讓價值股在後續小型股循環內保持領導地位。

Francis Gannon：這看起來非常像是補漲的一季。大部分在6月底前表現落後的領域在第三季都有強勁的表現。微型股、成長股及低品質的公司（收益、盈利及投資資本報酬率³偏低或為零）在本季的績效領先，但仍舊落後今初迄今的報酬率。

問：所以6月底的市場波動沒有改變您認為小型價值股長期優勢的看法？

答：Chuck：小型股全面的走強當然是一大利多。但是我們不能夠只從過往小型股循環的歷史角度來看，同時也必須將投資人情緒和經濟狀況納入考量。

全球各地都存在對於成長的威脅。舉例而言，大家都在揣測德意志銀行是否能夠安然無恙。另一個例子則是6月英國脫歐⁴公投的影響尚未完全反映。

另一方面，在較為大型的新興市場⁵經濟體中，中國及巴西也稍稍地出現了些許令人振奮的成長復甦跡象。更重要的是美國經濟持續緩步成

長，表現遠優於競爭對手。房市、就業及汽車銷售都維持良好的表現，消費者信心也相當穩健，美元匯率也從急漲趨於平穩。

當然，我們在11月要面對一場非常兩極化的總統大選，投資人也以相當快的速度將資金自股票轉出。這個現象與我們客戶抱持的空頭觀點不謀而合，不論大部分的美國股票自2月以來表現多好，這樣的觀點似乎越來越為普遍。

在這些資訊相互矛盾之下，要了解目前市場的處境變得比往常更加困難。我個人認為即使將對股票與經濟普遍的消極看法納入考量，我們認為小型股的股價沒有那麼昂貴，亦無看到任何市場觸頂的跡象。

儘管如此，小型股應該已經出現8%至15%左右的修正，因為自上次小型股下跌以來，已經超過了七個月的時間。

同一循環內的修正是常見的現象，投資團隊預期將與往常一樣在價格下跌時加碼投資。所以雖然市場可能出現拉回，但我不認為會是一個長期發展的趨勢。

逆勢操作的風格讓我認為這波多頭還有進一步上漲的空間。報酬源自更多不同的類股則有助於整體表現。

Frank：看到醫療保健、資訊科技及原物料等類股在本季有不錯的表現是一件很有意思的事情。我們在產業層級也看到了同樣的情況，各個產業百花齊放的現象已經好幾年沒有見到了。

從過往歷史來看，在空頭市場出現前表現最好的類股（在上個循環時為生技醫藥類股），往往都不是在下一個多頭階段表現最好的類股。所以即使目前面對諸多的不確定性下，我仍相信未來不會看到如同2015年所發生的，只有極少數類股績效領先的情況。我認為小型股今年以來全面走強的表現也支持了這樣的論點。

問：羅素 2000 指數自 2016 年 2 月 11 日的低點以來已經上漲了 32.6%，您對小型股在未來幾年的表現有什麼樣的期望？

答：Chuck：雖然我們對目前這個循環的表現感到滿意，但我個人仍舊認為未來3年和5年的年化報酬率可能偏低，或許只有個位數的水準。羅素2000指數在去年6月之前的表現極為強勁，因此我覺得在未來很難再看到小型股會有表現同樣強勁的時期。不過我認為這不是問題，因為我也認為這個水準的報酬率相對於投資人的其他選擇而言仍具吸引力。

問：您通常會避開對防禦性類股的投資，除了醫療保健類股之外，這些防禦性類股在第三季表現顯著疲弱。您在這些領域當中有看到任何機會嗎？

答：Frank：今年稍早在醫療保健類股當中我們僅看到了有限的機會，這些機會多半來自生技醫藥類股及投機性較低的產業，如醫療設備與用品，以及醫療保健供應商與服務類股等。

同樣的，當必需消費品類股的股價在第三季下跌時，我們也看到了幾個能夠撿便宜的誘人機會。（我們對品質及低財務槓桿⁶偏好讓我們避開公用事業類股）。所以雖然我們對防禦性類股的整體配置仍舊偏低，但是我們在醫療保健及必需消費品類股選股中仍謹慎挑選符合我們不同小型股投資方式的個股。

問：您認為工業類股可以在沒有景氣好轉的情況下有領先的表現嗎？

答：Chuck：我們確實這麼認為。景氣好轉顯然會是一個重大的利多，而且鑑於許多大宗商品價格的反彈，這也不是完全不可能的事情。然而，除了一段強勁的營收成長時期之外，這些公司還有其他的利多消息。舉例而言，許多工業類股在2015年及今年年初都受到了大幅的超賣，

即使它們自2月以來已經展現了顯著的復甦跡象，但其股價對我們而言仍屬合理。

除此之外，美元不再持續走強，以及季度獲利的改善都讓這些企業對投資人而言更具吸引力。

最後，我們認為經濟可能會持續緩步前進，其應有助於那些過往在執行面展現效率，且股價處於合理水準的企業 – 此特性也恰巧符合我們所看好的企業。

問：在過去幾個月來，您在金融類股當中的哪些領域投資佈局最為積極？

答：Chuck：我們一直聚焦於另類資產經理人，因為我們認為他們的營運及獲利模式未受到外界充分的瞭解，亦被過度解讀。這表示我們正在此範圍中尋找價格具吸引力的公司，包括私募基金、創投資金、另類投資工具及低資產的非銀行放款業者。許多這類的投資都屬於長期投資 – 但是我們堅信它們在未來幾年將會帶領金融類股的成長。

問：您最近與企業管理團隊會面時，最為顯著的發現是什麼？

答：Frank：其實並沒有很大的改變，我們認為這是一個正面的現象。大部分的企業高層仍舊非常審慎，鑑於目前市場所面臨的風險與不確定性，這樣的態度並不足為奇。

所以雖然企業高層相當了解潛在的風險，但他們仍在緩慢成長的悲觀氛圍中展現了高效率及高效能的營運能力。我們也對持續面對這類挑戰，但仍舊展現創意及建設性的企業感到刮目相看。

問：您仍認為聯準會⁷的升息最終而言對經濟及資本市場都是一個正面的跡象嗎？

答：Chuck：當然。這聽起來或許像是逆向投資的觀點，至少在股票經理人當中是如此，但是我

個人堅信在量化寬鬆政策⁸於近兩年前中止之後，升息可說是在漫長的常態化流程當中必須採取的最後一個步驟。

雖然沒有人喜歡目前所經歷的緩慢且漫長的復甦，但是不可諱言的是，經濟已經持續成長好幾年了 – 現在的經濟已經和金融危機時的脆弱狀態不可比擬。所以我認為聯準會需要採取與經濟表現一致的行動方式。

投資風險

相較於投資已具規模的大型股，投資中小型股通常會伴隨較高的風險與波動性。而此類的風險在新興市場中可能會更高。

領先的績效並不代表正報酬。

1. **羅素 2000 指數**是一個未經管理的普通股指數，通常用來代表美國小型股與/或中型股的績效。
2. **均值回歸**是一個理論，係指價格與報酬率最終將會向平均值移動的概念。
3. **投資資本報酬率 (ROIC)** 是公司賺取的收益佔總資本的比例，以百分比表示。其計算方式為將扣除利息、稅金及股息之前的收益除以總資本。
4. **「英國脫歐」 (Brexit)** 是英國投票脫離歐盟的簡稱。
5. **新興市場** 指的是社會或商業活動正在快速成長和工業化過程的國家。這些國家也被稱之為開發中國家或較低開發國家。
6. **財務槓桿**指的是公司或市場部門所持有的負債金額。
7. **聯邦準備理事會 (「聯準會」)** 負責制定用來促進經濟成長、完全就業、穩定物價，以及維持穩定國際貿易與收支帳模式的美國政策。
8. **量化寬鬆 (QE)** 指的是央行透過直接購買債券來增加銀行體系當中超額存底的貨幣政策。

LEGG MASON

GLOBAL ASSET MANAGEMENT
美盛環球資產管理

布蘭迪全球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是全球最大的資產管理公司之一，透過長線及主動型管理的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過7,329億美元*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過100年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2016年9月30日。

重要資訊

本文件乃根據美盛子公司銳思投資的意見擬備。本文件為Chuck Royce、Francis Gannon截至2016年10月25日的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本報告包含來自各種可信任的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與我們的投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為美盛於本文日期之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變而美盛得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，美盛的投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為美盛或其所屬企業對於證券買賣之建議。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。任何擁有本文件的人，請自行詢問及遵守有關的限制。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理