

美國小型價值股市場 展現強勁韌性 準備翱翔



Chuck Royce

美盛銳思 執行長



Francis Gannon

美盛銳思 投資共同投資長、執行董事

Chuck Royce 與 Francis Gannon 將探討在目前市場循環下，為何公司盈餘和評價可支撐小型價值股主導市場。小型股對比大型股的評價跌至 13 年以來的低水準，而價值股較成長股便宜，景氣循環類股則較防禦性類股便宜。

「在過去一年，美國小型股的盈餘表現、具吸引人的報酬率和股票評價的重要性遠超過去五年、六年的情況。」

在英國舉行脫歐公投前，羅素 2000 價值型指數和成長型指數一直表現穩健。儘管在第二季度市場反覆波動，那麼對美國小型股的下半年表現有何啟發？

Chuck Royce：在分析美國小型股的未來走勢前，我們必須瞭解其過往表現。羅素 2000 指數於 2015 年 6 月 23 日漲至高水位後，於 2016 年從該高水位下跌 25.7% 至 2 月 11 日的低水位。但過去這次小型股的熊市似乎不被關注：雖然跌幅顯著，但若不是關注美國小型股市場下，根本不會注意到這個市場發展；反觀美國大型股市場，在這段期間的跌幅顯著較小。

但也正是過去這個熊市階段為美國小型股帶來高於美國大型股的反彈空間，繼而刺激羅素 2000 指數反彈，這股漲勢直至英國舉行脫歐公投才結束。對我們來說，英國脫歐公投事件只是一個天外飛來一筆的短暫干預因素，但卻不會顛覆破壞目前這個接下來極可能持續多頭的美國小型股循環週期。歸根究底，我們認為這是一啟政治事件多於經濟事件的情況，對美國小型股造成顯著或長期影響的機會不大。

英國公投前，生技類股反彈、互聯網和電腦軟體公司類股也見反彈，這些都是在今年較早時點遭受沉重打擊的類股族群。不過，即使市場在 6 月最後一週重拾動力，我們預期這些類股不會在今年下半年重現 2014

年至 2015 年的持續漲勢。在小型價值股中，金融類股受惠來自於不動產投資信託的帶動，引領大盤走勢，而金融股在 2015 年也表現不錯，但我們認為這些股票的評價仍然偏高，因此未必能夠主導市場，至少接下來難以長期引領股市。

我們認為，景氣循環類股的公司可能領先大盤走勢，因為自小型股在去年 6 月升至高水位後，投資者心態的預期出現轉變：「在過去一年，美國小型股的盈餘表現、具吸引人的報酬率和股票評價的重要性遠超過去五年或六年的情況。」

雖然可能出現潛在阻力，例如美元轉強和信用利差或許會進一步收窄，但我們認為美國小型價值股將繼續主導現在進行中的循環週期。

市場在 6 月底表現波動，並沒有影響您對小型價值股具備長期優勢的觀點？

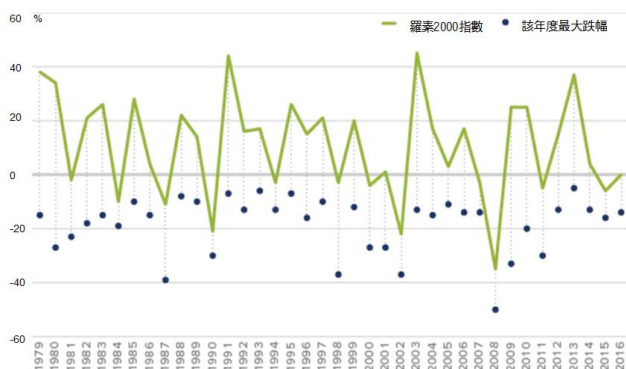
Francis Gannon：完全沒有。我們仍深信小型價值股正處於長期升值的初始階段，原因有二：不少景氣循環類股的評價和公司盈餘相對具吸引力、以及小型價值股開始展現超越成長股的優勢。今年最值得注意的是，小型價值股從 2 月中的低點回漲，並在期間展現

請參閱末頁重要資訊。

實力。我們認為大部分市場分析師都預期價值股一般在市場大盤下跌時表現較好，成長股則在市場自低水位反彈時提供具吸引力的報酬，但是，價值股在這個牛市階段所提供的具競爭力報酬，似乎超乎一般投資者的想像。

在 2016 年 2 月 11 日至 2016 年 6 月 30 日期間，羅素 2000 價值型指數上漲 21.8%，而羅素 2000 成長型指數為 21.4% 的漲幅。另外很明顯地，價值股在冬季跌市時期較為穩健（若是與 2015 年 6 月 23 日的小型股高水位相比較也是如此），長期造好使價值股在上半年享有顯著優勢（報升 6.1%，增長股則降 1.6%）。在經歷熊市後，領先市場的類股出現類股輪動，實在不足為奇；雖然成長股有時短暫表現較好（比如，英國脫歐公投整體拉低小型股市場表現，其後市場回彈時曾出現成長股表現較好的情況），但我們整體上認為接下來價值股仍會主導美國小型股市場。

此外，投資者也應注意把握波幅獲利的重要性。我們分析了羅素 2000 指數在過去 20 年的歷年價格漲幅和年內跌幅，結果顯示投資者必須在跌市時嚴守投資紀律原則。舉例來說，美盛銳思研究資料發現，在過去 36 個年度內，羅素 2000 指數在其中的過去 21 個年度取得兩位數的正報酬，而這其中的 21 個年度中，羅素 2000 指數也又於其中 16 個年度內產生兩位數的負報酬跌幅。



資料來源：羅素投資集團、美盛銳思，截至 2016 年 6 月 30 日為止。過往績效不保證未來結果。

您對美國小型景氣循環類股的盈餘獲利表現是否同樣有信心？

Chuck Royce：我們仍然有信心即使經濟成長在一段較長時間放緩，也應該足以帶動幾個領域的類股股價表現，例如：工業、金融、資訊科技、原物料和能源，這些都是具有潛力為公司取得盈餘的景氣循環類股族

群，其中部分更具有可觀的投資報酬率。我們預期，那些股票評價同時處於合理，尤甚至具吸引力水準的公司，將成為主導小型股的動力來源。

雖然投資者追捧的類股在去年 6 月漲至高點後開始有所轉變（最終更刺激我們看多的幾家公司反彈），但市場對這些類股的預測仍然偏低。最常見的情況是，不少股票在冬季期間超賣，縱使其後略為回升，但評價對我們來說仍顯得吸引，部分公司的評價在 6 月底更進一步下跌。

Francis Gannon：小型股策略投資公司 Furey Research Associates 的最新研究資料支撐 Chuck 的觀點：現在小型股對比大型股的評價，已經跌至 13 年以來的低水準，而價值股較成長股便宜，景氣循環類股則較防禦性類股便宜。因此，我們有充分理由看多具盈餘獲利能力的小型公司和小型價值股的長期潛力。

您和美盛銳思投資團隊最注視哪些環節？

Chuck Royce：美盛銳思投資經常物色最理想的投資，即是業務良好、管理得宜、有利可圖、資本穩健、且股票評價具吸引力的公司。如果能物色這種業務優秀和股價偏低的公司，將使我們感到振奮不已。不過，一些防禦型類股則不在此範圍之內，例如公用事業和不動產投資信託基金，因為這些公司品質和評價都未能符合我們的標準。

不少生物製藥類股也有上述的情況；這也是為什麼我們仍然持續聚焦於景氣循環類股，這些類股是我們過去幾年持續關注的類股族群，我們認為工業類股具備潛力，特別是機械和服務公司，而個別選股下的金融類股領域也是具吸引力的，例如資產管理公司；此外，我們也看好投機性程度較低和盈餘獲利主導的資訊科技類股（例如半導體和其他零件製造商）與原物料類股（我們一直對化學工業類股感到興趣）；而特定選股下的能源服務公司也符合我們的這個要求。

英國脫歐公投增加市場的不明朗因素，加上市場利率持續偏低，您會否憂慮小型股投資者將各走極端，一些轉向較具安全避風港或是高收益市場、一些則轉往投機性的成長股市場？

Chuck Royce：這個風險確實存在，而上半年曾經出現這個情況。市場於今年 2 月份下探至低點以及英國舉行脫歐公投事件之後，生物科技、銀行和不動產投

資信託，這些類股都展現了回升走勢。我們認為當中出現三個足以抗衡的因素：

首先，於 2015 年表現遜色的工業、原物料和能源類股也在今年第二季度轉強，也包含健康護理和資訊科技這些投機程度較低的類股；這些都是帶動美國小型價值股在觸底後反彈的類股族群。

其次，雖然美國十年期公債利率再度下探，但信用利差仍高於去年同期，因此使得企業資金成本持續偏高，而這情況應該能幫助具獲利盈餘以及槓桿度低的公司。

最後，美國小型股市場出現均值回歸的情況。在 2015 年中，羅素 2000 成長型指數的表現優勢已高出歷年平均值的兩個標準差。

雖然市場不明朗因素和經濟可能衰退的情況再次成為新聞矚目焦點，但美國股票報酬率在 2 月中跌至低水位後持續上漲。公司管理層與您會面時，經理人從這些公司們聽到的看法是什麼？市場前景是否真的有如一些新聞報導所說般難逃厄運？

Francis Gannon：雖然新聞報導令人感到難逃厄運，有時甚至引起恐慌，但我們所接觸的企業管理團隊，他們大多數抱持較為審慎以及不確定，而並非感到悲觀的態度。他們非常瞭解目前的大環境疲弱不堪：經濟成長趨緩、全球焦慮不安、即將舉行的美國總統大選也可能兩極化，然而，經理人也聽到部分企業管理團隊對經濟成長回溫感到審慎樂觀，這些企業認為經濟將逐漸或是一步步地轉強。

其中一項重要發現是：有幾項工業類股的供需逐漸趨向平衡，其中包括：鋼鐵、內河駁船、陸上石油服務和灌溉設備；另外，全球商品價格在石油的帶動下保持平穩；併購活動日趨熱絡，收購方和被收購方都是中小型公司，而其中又有一個正面的跡象，那就是不少公司在宣佈併購交易後，收購方以及被收購方的公司股價均呈現價格漲勢。

如果美元再度轉弱，多家工業和製造業公司將從中獲利，而基礎建設開支增加也可以顯著提升業務表現。此外，之前謠傳企業資本支出自 6 月中起開始回升的情況確實被證實。儘管前景不算一片光明，但也不致於像近期新聞報導般煽情。

布蘭迪全球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

盈信博茂

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7,566億美元*，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7月31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7月1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