

美盛銳思

為什麼我們聚焦於獲利能力、景氣循環股及經濟成長

美盛銳思投資投資組合經理人 **Chuck Royce** (以下稱「CR」) 及共同投資長 **Francis Gannon** (以下稱「FG」) 共同回顧 2017 年，並探討及分享其所聚焦的投資機會。



Chuck Royce

美盛銳思投資董事長暨投資組合經理人

- 55 年產業經驗
- 加入銳思投資 45 年



Francis Gannon

美盛銳思投資共同投資長暨董事總經理

- 25 年產業經驗
- 加入銳思投資 11 年

問：對您而言，美國小型股在 2017 年的表現有何值得特別注意的地方？

CR：2017 年就許多層面而言都是個奇特的一年，不過整體而言對股票仍是不錯的一年。在 2016 年的強勢回歸之後，美國小型價值股表現相對落後，這確實與我們所預期的情況有所不同。另一方面，全球小型股則呈現大幅反彈，這點則與我們的預期較為一致，因為在 2017 年之前的數年內，其走勢一直落後於美國小型股。

對我而言，格外值得一提的是，在小型成長股大幅領先小型價值股的這一年，有一些主動式小型股策略卻能夠繳出打敗大盤的成績單。為什麼主動式策略的特定績效優勢值得注意呢？

FG：更進一步地說，成長股領軍的市場通常會為主動式經理人帶來挑戰—這點在 2015 年時最為明顯，當時趨近於 0 的利率及表現疲弱的經濟成長對主動式策略而言都是主要的不利因素。在 2016 年，我們看到了幾乎完全反轉的局勢—企業獲利開始復甦，利率也開始上漲。

在 2017 年，主動式策略面臨了挑戰，因投資人湧入較具投機性的股票，但另一方面，持續成長的全球經濟及企業獲利的改善也帶來了助力。後兩者讓特定策略在不論是絕對或相對報酬的表現上都非常優異，不受其它對主動式管理較為不利的條件所影響。

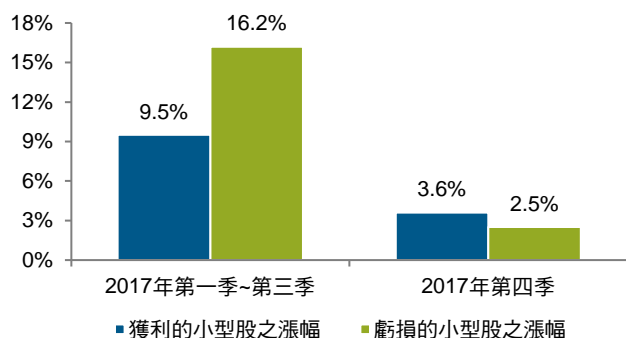
問：此外，您認為去年美國小型股的表現還有什麼特別之處？

CR：我們在第四季看到了一個相當顯著，而且可能具有重大意義的反轉局勢，亦即有獲利的小型股之表現較沒有獲利的小型股要來得好。過去，當成長股績效領先時，通常都是沒有獲利的小型股表現較佳，而在 2017 年的前三季，沒有獲利的小型股確實在羅素 2000 指數當中擁有相對的優勢。經營虧損的小型股漲幅達到 16.2%，而有獲利的小型股漲幅卻只有 9.5%。

不過此情況在 2017 年第四季出現了變化，羅素 2000 指數當中虧損的小型股漲幅下跌到 2.5%，而獲利小型股的漲幅則上漲 3.6%。展望未來，我們預期投資人將進一步聚焦於個股的特性，尤其是獲利以及个股相關的風險方面。根據路透社在去年 11 月底的報導指出，个股波動性已經逐漸上升，而造成最大漲跌幅度的因素則是與獲利相關的消息。

請參閱末頁的重要資訊。

扭轉態勢



資料來源：銳思投資。過往績效不保證未來結果。

我們認為我們在 2018 年可能會看到類似的績效模式，亦即獲利成長較佳的小型股將有相對領先的績效。

問：在美國小型股獲利表現正面之下，為什麼您認為成長股在 2017 年會有領先的表現？

CR：我可以提出一些為什麼成長股表現良好的理由。首先，其比較像是投資人偏好的產業所造成的結果，而不是源自於投資風格本身的偏好。較傾向成長股風格的生技及科技類股在 2017 年一整年內有大半的時間表現都非常強勁，而其它較側重於價值股領域的類股，如金融、不動產及能源則在 2017 年表現落後。金融股的欲振乏力，尤其是特定的銀行及保險類股格外關鍵，因為他們在羅素 2000 價值指數當中佔了相當大的權重。

但是至少對我們而言，這些理由都無法完全解釋為什麼成長股表現如此優異，或者為什麼價值股落後的幅度如此之大。羅素 2000 成長指數在 2017 年上漲了 22.2%，羅素 2000 價值指數的漲幅則為 7.8%。在全球經濟持續健康擴張，美國小型股獲利成長整體而言處於穩健至強勁的水準之下，成長股在 2017 年的絕對與相對強勢表現在我看來不甚合理。

不過，我之前也看過許多年的績效表現難以用常理解釋。有時候此現象在循環後期會逐漸合理化，但有時候也不會。

問：您認為我們目前處於小型股循環的哪個階段？

FG：就目前的股價水準來看，許多股票似乎都已達到其公允價值或甚至更高的水準，而股價的狀態也獲得了許多的關注。不過，高股價並不一定會造成啟動一輪新循環的大跌，後者在我們的定義當中為 20% 以上的跌幅。

所以我們認為股價偏高的市場共識本身不太可能帶來一波修正。值得注意的是，在 2017 年的大部分時期，許多市場觀察者紛紛表示美國股市的價格已經達到難以為繼的高點，但其也並未對報酬率的成長速度造成影響。

問：所以您認為目前的小型股循環仍有進一步延續的空間嗎？

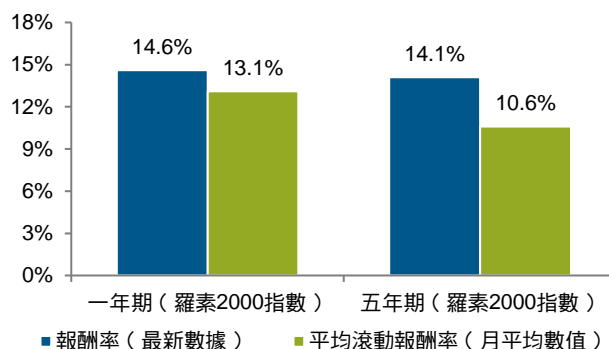
CR：是的，我們認為這是可能的。市場情緒仍舊強勁，稅改法案只使得樂觀情緒變本加厲，而經濟也持續在成長當中。

我們也從歷史的角度來看目前的循環。羅素 2000 指數從 2015 年 6 月的前波高點到 2016 年 2 月的近期低點共下跌了 25.6%。小型股指數在經歷了 15% 以上的跌幅之後，呈現反彈的漲幅中位數為 98.8%。從 2016 年 2 月的低點到 2017 年年底這個循環的漲幅為 65.4%。所以，雖然小型股確實可能在 2018 年出現 10-15% 左右的修正，但是我們並沒有看到市場可能大幅重挫 20% 以上的任何警訊。

問：您認為羅素 2000 指數看來仍具風險嗎？

FG：是的。我們認為小型股投資人的機會不在於指數或整個資產類別，而是此資產類別當中的特定公司，這也是為什麼我們認為慎選投資標的在近期如此重要的原因。

我們也認為預期較低的小型股指數報酬率會是接下來比較合理的做法—對小型成長股的展望更是需要格外審慎。羅素 2000 指數及羅素 2000 成長指數近期的 1 年期和 5 年期報酬率均較長期平均值為高。舉例而言，截至 2017 年 12 月 31 日的小型股指數 5 年平均年化總報酬率為 14.1%，顯著高於指數自成立以來每月滾動 5 年平均報酬率的 10.6%。



資料來源：銳思投資。羅素 2000 指數截至 2017 年 12 月 31 日的 1 年和 5 年報酬率，相較截至 2017 年 12 月 31 日止的每月滾動平均報酬率。過往績效不保證未來結果。

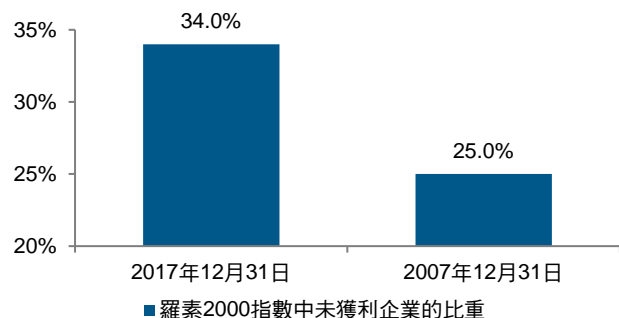
請參閱末頁的重要資訊。

成長股的利差則更為顯著—同一期間的 5 年平均年化總報酬率為 15.2%，每月滾動 5 年平均報酬率則為 8.6%。我們相信這些高於一般水準的報酬率將難以長期維持。

再想想在基本面強勁的小型股擁有正面獲利及健康的營運現金流量之下，羅素 2000 指數的數據有何表現。在 2017 年年底，小型股指數當中有超過 34% 的公司沒有獲利，而在 2007 年年底，此比率卻只有 25%。

指數整體的槓桿比例也較 10 年前來得高：在 2017 年年底，羅素 2000 指數的債務與資本比率為 35%，相較而言 2007 年年底則為 29%。此外，小型股已經將近兩年沒有出現超過 6.4% 的拉回（回溯至小型股在 2016 年 2 月 11 日的前波低點），因此羅素 2000 指數在我們看來風險相當的高。

所以，雖然我們對特定小型股公司的展望相當有信心，但是我們也相信均值回歸的法則。



資料來源：銳思投資。過往績效不保證未來結果。

CR：我想另外補充一點。雖然我們對於持續擴張的全球經濟相當期待，但值得注意的是金融市場及整體經濟不見得總是同步發展。市場循環及經濟循環也具有不同的特性。

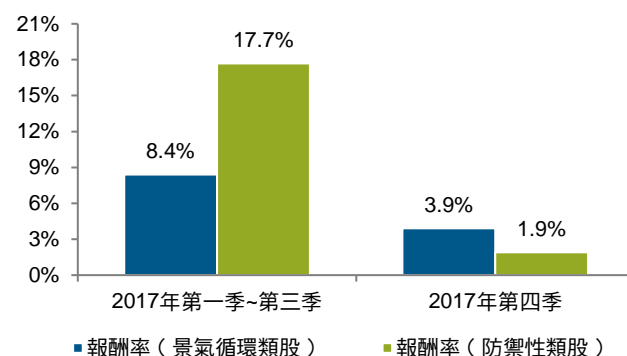
這或許有違直覺，不過雖然經濟持續改善，但是市場表現並不保證將會與經濟同步發展。事實上，美國經濟（與其勞工）在未來幾年的表現可能較股票投資人來得好。最終而言，我們認為全球成長對股市實屬利多，對小型股而言也確實如此。但是市場在未來幾個月的走勢可能會顯著偏離經濟表現，這點也相當正常。

問：銳思旗下的不同投資策略是否和過去一樣較為傾向景氣循環類股的領域？

FG：是的。雖然我們的主動式小型股投資策略各有不同的特性，但它們都在尋找具有低股價和高公司品質的個股。不同之處只在對兩者著重程度的差異。

不過，這樣的組合通常會將我們的投資組合經理人帶往經濟敏感度更高的景氣循環產業。景氣循環股在 2017 年和過去 5 年的績效均落後於防禦性類股。不過和有獲利與無獲利的小型股一樣，小型景氣循環股在 2017 年第四季表現則打敗防禦性類股。

此外，同樣重要的是，和成長股一樣，小型防禦性類股近期的績效也高於其長期月滾動平均之水準。（景氣循環類股也是如此，儘管防禦性類股與其平均值的差距更大）。在 2017 年經濟增溫的背景下，防禦性類股的強勢表現也顯得異常。



資料來源：銳思投資。過往績效不保證未來結果。

景氣循環類股一向在目前我們所處的這種經濟環境下有最佳的表現。這是我們認為投資人應該聚焦的領域。

問：有鑑於此，您對小型景氣循環類股的展望有何看法？

FG：我們看到了景氣循環類股未來發展的一些潛在優勢：首先，隨著市場對於經濟的信心走強，對獲利成長或復甦的著重應和過往一樣有利於景氣循環類股，尤其是小型股。

景氣循環類股過往在我們目前所處的此種經濟環境下表現最佳。這是我們認為投資人應該聚焦的地方。其次，小型景氣循環類股以企業價值對息前稅前淨利(EBIT) 為基準的估值，看起來較防禦性類股更具吸引力。第三，債券長達 30 年的多頭市場已經落幕。殖利率敏感度顯著較低的景氣循環類股應該會因此受惠。

問：多年以來，您一直投資於能夠增加生產力的公司。您在這類公司當中發掘到了什麼樣的機會？

CR：幫助其他人能夠以更快、更便宜以及更有效率的方式做生意的公司一直是我們尋找的對象，而這樣的選股方

請參閱末頁的重要資訊。

式經常引領我找到業務內容相當令人感興趣的標的，且往往都有獲利的公司。這部分一直以來都沒有什麼改變。

在過去幾年內，流程自動化、機器人、雷射、雲端儲存等領域都出現了許多的創新，這些發展都需要設備、元件和相關的科技，因此那些幫助其他企業創新與／或增加生產力的公司也獲得了許多投資。

事實上，隨著全球科技在近年來持續拓展，參與流程自動化、機器人和其它領域的公司在我們看來相當具有長期發展的潛力。

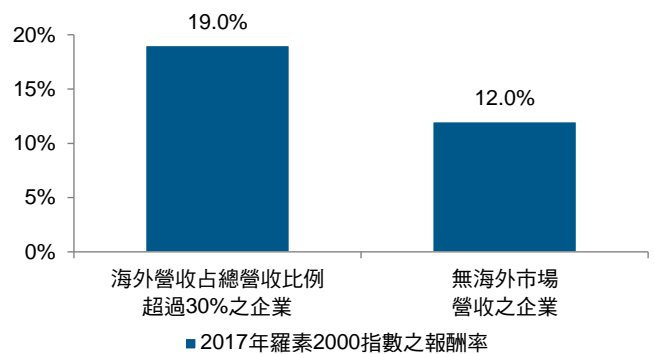
CR：金融類股一直是我投資的主要領域之一。不過在過去幾年內，我將注意力從多年來集中關注的領域－也就是傳統資產經理人及保險公司上略微移開，納入了另類資產經理人及銀行的部份。

後者這個族群的潛力隨著利率的上升及法規的鬆綁而更為顯著。其在 2017 年的表現相當不起眼，因為其他投資人似乎較為注意負面的消息，例如緩慢的貸款成長及趨於平坦的殖利率曲線，而沒有注意到正面的消息。回顧過往歷史，當整體經濟表現良好的時候，小型銀行通常會因此受惠。

問：您認為最近通過的美國稅改法案會對小型股的表現帶來多大的影響？

FG：我們認為企業稅率的調降對小型股而言是一項實質的利多。儘管如此，我們認為投資人需要瞭解幾個重點：首先，較低稅率的正面影響只有在鼓勵具生產力的資本投資及配置上有較為長期的效果，我們認為這正是創造額外成長的關鍵因素所在。

我們也認為對稅務改革的興奮之情讓許多投資人未能看見在我們看來更為重要的發展－那就是全球經濟的成長增溫。當你進一步檢視 2017 年的表現時，就能夠看到其影響。羅素 2000 指數當中沒有海外市場營收的企業股票上漲了 12%，而海外營收占總營收比例超過 30% 的企業則上漲了 19%。



資料來源：銳思投資。過往績效不保證未來結果。

我們認為小型股的表現主要會受到 3 個因素影響：對獲利性的偏好、景氣循環類股與價值股相對較低的股價，以及美國與其它地區持續走強的經濟表現。

CR：尋求以不同的方式來掌握全球成長增溫契機的投資人可能會想考慮投資國際小型股，其不但在 2017 年的表現亮眼，過往的歷史紀錄也顯示精挑細選的投資人能夠獲得較佳的回報。舉例而言，在羅素全球（不含美國）小型股指數當中，有正獲利的公司整體而言表現打敗大盤，在 1996 年 7 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日期間，前者的平均年化總報酬率為 8.7%，指數則為 6.8%。

問：您覺得接下來什麼因素將會推動小型股的報酬率？

FG：我們認為小型股表現將會受到 3 個因素的帶動：對獲利的偏好、景氣循環類股與價值股相對較低的市場估值，以及美國與其他地區持續走強的經濟表現。

整體而言，這些因素說明了為何在景氣循環產業當中擁有全球佈局並具備高投資資本報酬率 (ROIC) 特性的優質小型股可望有領先的表現。事實上，羅素 2000 指數當中 ROIC 最高的成分股在 2017 年表現相當優異。這些企業看來最能夠受惠於經濟持續成長，即便市場出現修正也不例外。

在精挑細選和謹守紀律的前提下，我們認為主動式小型股投資策略有機會在 2018 年繳出亮眼的成績單。

請參閱末頁的重要資訊。

重要資訊

本文提及的任何個別有價證券，不得視為投資買賣的建議或邀約，且本文提供的訊息並不足以作為投資決策的依據，投資組合的配置、持股及特性得隨時變更。

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。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理