

2017 年 4 月 7 日

美盛銳思 休息是為了走更長遠的路？— 小型股



Francis Gannon

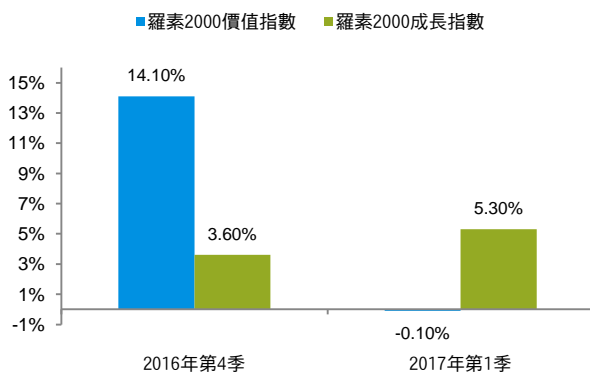
共同投資長，董事總經理

- 銳思投資 10 年
- 產業經驗 24 年

共同投資長 Francis Gannon 分析 2017 年第 1 季的市場挑戰與反轉，並詳細分析為何小型股仍有上漲空間。

對此奇特季度的觀察

2016 年的走勢逆轉



資料來源：彭博社，截至 2017 年 3 月 31 日。**過往績效不保證未來結果。**投資人無法直接投資於指數。未經管理的指數報酬率未反映任何手續費、支出或業務費用。本資訊僅供說明用途，不反映實際投資之績效。

2017 年第 1 季的股市在市值、風格和類股的表現方面都出現了反轉的情形。大型股表現領先小型股，成長股優於價值股，醫療保健類股則一掃 2016 年的疲弱走勢而領先群倫。事實上，2016 年表現最佳的股票，尤其是在第 4 季表現亮眼者在 2017 年第 1 季的表現都相對失色一而反之亦然。

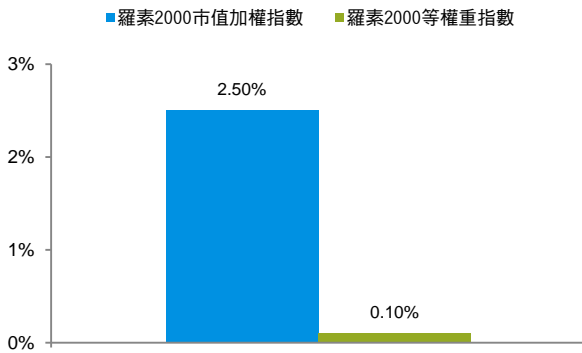
在本季當中，羅素 2000 指數上漲 2.5%。納斯達克綜合指數在 2017 年第 1 季為所有美國指數當中表現最佳者，上漲 9.8%，代表大型股的羅素 1000 指數 (+6.0%) 和標準普爾 500 指數 (+6.1%) 也創造了穩健的漲幅。羅素 2000 價值指數小幅下滑，在 2017 年第 1 季下挫 0.1%，然而，羅素 2000 成長指數則上漲 5.3%。

就類股層面而言，醫療保健類股從 2016 年的低潮當中反彈，表現領先羅素 2000 指數的所有其他類股，而羅素 2000 指數當中在 2016 年表現較為強勁的能源類股則在本季出現了最深的跌幅。

(指數當中其餘的 9 個類股在本季的表現則漲跌互見)。

請參閱末頁的重要資訊。

小型股領先幅度甚微



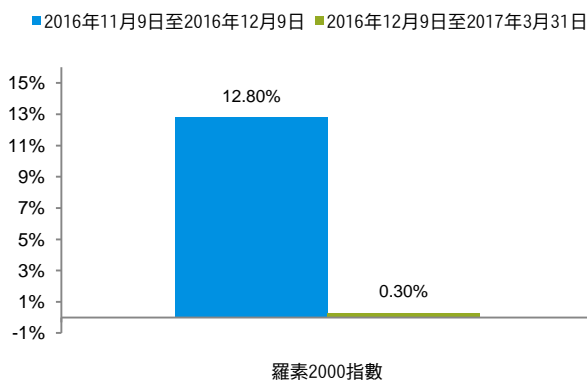
資料來源：彭博社，期間為 2017 年第 1 季。**過往績效不保證未來結果。**投資人無法直接投資於指數。未經管理的指數報酬率未反映任何手續費、支出或業務費用。本資訊僅供說明用途，不反映實際投資之績效。

小型股在 2017 年第 1 季的領先幅度不大，羅素 2000 市值加權指數的漲幅為 2.5%，顯著優於等權重指數的 0.1% 漲幅。

此現象在成長帶動的漲勢下相當常見，也顯示市場其實較表面看起來更為疲弱，這點從醫療保健類股的領先表現主要僅來自於其中的生技、醫藥和醫療保健科技產業便可得知。

我們也並未看到成長股在 2017 年第 1 季出現全面齊漲之勢。

市場正在整理中



資料來源：彭博社，截至 2017 年 3 月 31 日。**過往績效不保證未來結果。**投資人無法直接投資於指數。未經管理的指數報酬率未反映任何手續費、支出或業務費用。本資訊僅供說明用途，不反映實際投資之績效。

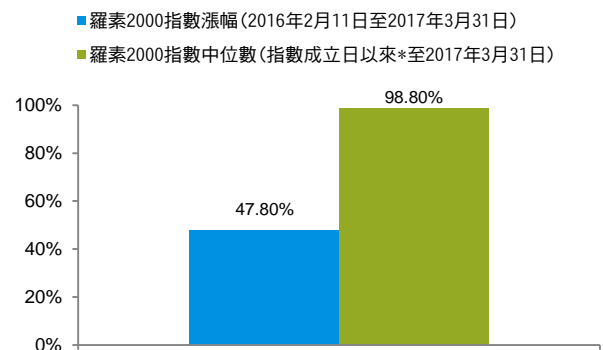
鑑於 2016 年落後的股票開始迎頭趕上，而去年一些表現強勁的股票則相對落後或停滯不前，我們認為市場正在進行整理，試圖消化前幾個月來的龐大漲幅。羅素 2000 指數的表現基本上按兵不動，從 2016 年 12 月 9 日的高點至 2017 年 3 月 31 日為止呈現區間整理的局面，僅微幅上漲了 0.3%。

在進入 3 月之際，市場開始認為先前對 2017 年的期望可能過高，市場也擔心新的刺激性財政政策可能要延後至 2018 年才會開始施行，更強化了上述的看法，使得帶動 2016 年第 4 季市場的選後樂觀情緒有所降溫。

目前的小型股循環似乎正經歷一段修正時期，未來的獲利需要能夠趕上目前的股價水準。

本季之後的展望

具韌性的小型股循環¹ 仍有上漲空間



資料來源：彭博社，截至 2017 年 3 月 31 日。**過往績效不保證未來結果。**投資人無法直接投資於指數。未經管理的指數報酬率未反映任何手續費、支出或業務費用。本資訊僅供說明用途，不反映實際投資之績效。*該指數成立日為 1978 年 12 月 31 日。

我們預期小型股在今年稍後將有機會繼續其上漲的趨勢。市場一方面認為目前股價過高，另一方面則預期經濟增溫將進一步推動股價，兩種觀點之間的張力顯示雖然整體市場的股價在 3 月底確實顯得偏高，但是根據較為實際的期望而言，股票目前仍處於基本面健全的狀態。

我們也因目前這波小型股漲勢所展現的韌性而感到振奮。在不到一年的期間內，市場受到了英國脫歐公投、具爭議性的美國大選結果，以及健保改革的出師不利所影響。

但是這些事件都只造成小型股整體上漲趨勢的暫時放緩，而這波漲勢是由價值股與景氣循環股所領軍。

這個循環自 2016 年 2 月 11 日的小型股底部為起點。所以我們認為投資人必須記得這個小型股循環比大型股循環的起步時間要晚，後者可回溯至金融危機後於 2009 年 3 月 9 日創下的低點，同時也並非為去年 11 月的大選之後最早成型的循環。

我們自己的重點放在本身的分析，以及與各個公司的溝通之上，所以我們認為此波漲幅具有較為穩固的基礎。因此，我們不像部分投資人一樣對華府的政局發展感到如此擔憂。

請參閱末頁的重要資訊。

我們認為投資人也應該回顧小型股在過往反彈的歷史。自羅素 2000 指數於 1979 年創立以來，總共有 12 次超過 15% 的跌幅。下跌之後復甦期間的報酬率中位數為 98.8%。從羅素 2000 指數在 2016 年 2 月 11 日的底部至 2017 年 3 月 31 日為止，小型股指數的漲幅為 47.8%。

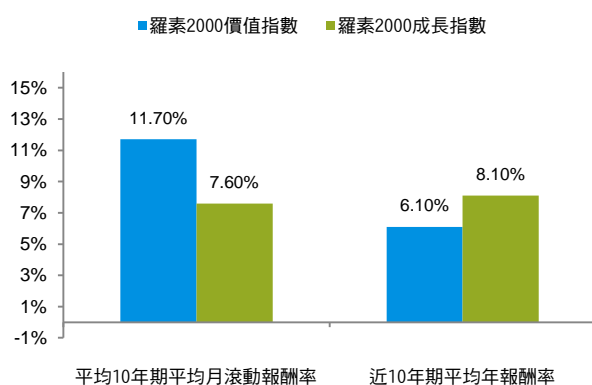
所以歷史顯示目前的漲幅還不到中位數的一半，使得此循環不僅在時間上仍屬初期，在漲幅方面也仍有上檔空間的機會可期待。

所以即便市場出現修正...

我們不認為小型股會出現重大的跌幅或空頭市場，但如出現 5-12% 左右的修正其實是不令人感到意外的，且反而是市場健康的表現。鑑於市場有如此多人預期小型股將出現拉回，這也可能是史上最受到高度預期的修正波段之一。

相對於全面性的拉回，我們認為未來幾個月比較可能出現類股與產業輪動的修正，就像 2015 年的工業類股、2016 年的醫療保健類股，以及 2017 年到目前為止的能源類股表現一樣。

...我們認為價值股的領先地位看來仍未受到動搖



資料來源：彭博社，截至 2017 年 3 月 31 日。R2K 為羅素 2000 指數。過往績效不保證未來結果。投資人無法直接投資於指數。未經管理的指數報酬率未反映任何手續費、支出或業務費用。本資訊僅供說明用途，不反映實際投資之績效。

目前的循環出現明顯有利於價值股的領先地位轉移，其相較於成長股具有長期的表現優勢。這樣的體制轉移也反轉了小型成長股的 5 年漲勢（2011 年至 2015）。

雖然其呈現「進兩步、退一步」的模式，但我們認為目前這個由價值股領軍的循環仍舊相當健全。

羅素 2000 指數自 1979 年成立以來，小型成長股表現長期領先的期間不但相對較少，其後也往往跟隨著價值股的長期領先表現。

舉例而言，在所有按月滾動的 10 年期間，羅素 2000 價值指數的平均年度總報酬率為 11.7%，羅素 2000 成長指數則為 7.6%。

相對而言，在 2017 年 3 月 31 日止的期間，小型股價值指數的 10 年期平均年報酬率為 6.1%，小型成長股在同一期間的平均報酬率則為 8.1%。兩者之間的差距顯示價值股的領先績效仍可持續一段時間。

展望

2016 年的領導地位仍未改變

我們認為長期類股或投資風格的領導地位應不會出現輪動，並且預期我們強調的 2016 年三大反轉趨勢—小型股的長期正報酬率、價值股領先成長股，以及景氣循環股領先防禦型股票—都將獲得延續，同時可能伴隨著較高的波動性。

2016 年 12 月 9 日至 2017 年 3 月 31 日期間的市場表現持平可能為小型股的後續漲勢提供了稍稍喘息的空間。

原因如下：美國的經濟新聞仍舊維持正面，全球經濟局勢也在改善當中。小型股獲利展望依產業不同而呈現溫和至樂觀的水準。美元在 2017 年第 1 季出現了小幅修正，這對許多小型股公司而言是一個正面的消息，雖然利率在上升，但殖利率並沒有攀升得太急或太高。

在經濟擴張時期，價值股在過往的表現也領先成長股，其相較於成長股對升息的敏感度也較低。

所以雖然我們並不預期報酬率會呈現直線上升之勢，但我們認為小型股仍有上檔空間的機會可期待。

請參閱末頁的重要資訊。

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

美盛是一領導地位的全球性投資公司，致力於透過長期主動管理投資策略幫助客戶達成其財務目標。

- 全球總投資資產超過 7230億美元*，分布於各種股票、固定收益、另類投資與現金策略組合當中。
- 多元的專精投資經理人團隊，各自擁有獨立的研究與分析方法。
- 在為客戶發掘機會和提供精準的投資解決方案上擁有超過百年的豐富經驗。

*截至2017年2月28日為止。

¹ 於銳思投資，我們將市場循環週期定義為自市場先前的高點滑落至少 15%，而後反彈創造了另一各新高點。每個循環週期皆需涵蓋高峰至谷底以及谷底至高峰。

² 此中位數僅包含羅素 2000 指數自 1978 年 12 月 31 日成立以來下跌超過 15%反彈回補的部份。

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。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供。此報告僅供參考，並非為投資人提供投資建議。所有圖表、數據、意見、預測與其他資料為刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。

本文件的提供並非為基金申購之邀約或為促銷特定境外基金之目的，投資人若打算投資於境外基金的任何單位或股份，請詳閱境外基金的最新公開說明書及投資人須知。本境外基金經金管會核准（或同意生效）在國內募集及銷售，惟不表示絕無風險。基金經理公司或基金以往之經理績效不保證基金之最低投資收益。投資本身就具有風險，境外基金亦涉及匯率波動風險。基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證基金之績效或最低之收益，投資人申購前應詳閱並瞭解基金的公開說明書及投資人須知。

有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。本文件為專有資料，在未取得美盛投顧的書面同意前不得以任何方式重製、散布或發行。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

地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一

電話：02-8722 1666

營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理