

2018 年 8 月

美盛旗下銳思投資觀點： 市場阻力和樂觀情緒 2018 年回顧與展望

美盛旗下銳思投資：

雖然市場在 2018 年前六個月的表現異常，但期待下半年市場將恢復常態。



Chuck Royce
董事長
投資組合經理人
45 年銳思投資工作經驗
55 年投資經驗



Chris Clark
執行長
共同投資長
11 年銳思投資工作經驗
31 年投資經驗



Francis Gannon
董事總經理
共同投資長
12 年銳思投資工作經驗
25 年投資經驗

美國小型股在上半年的表現

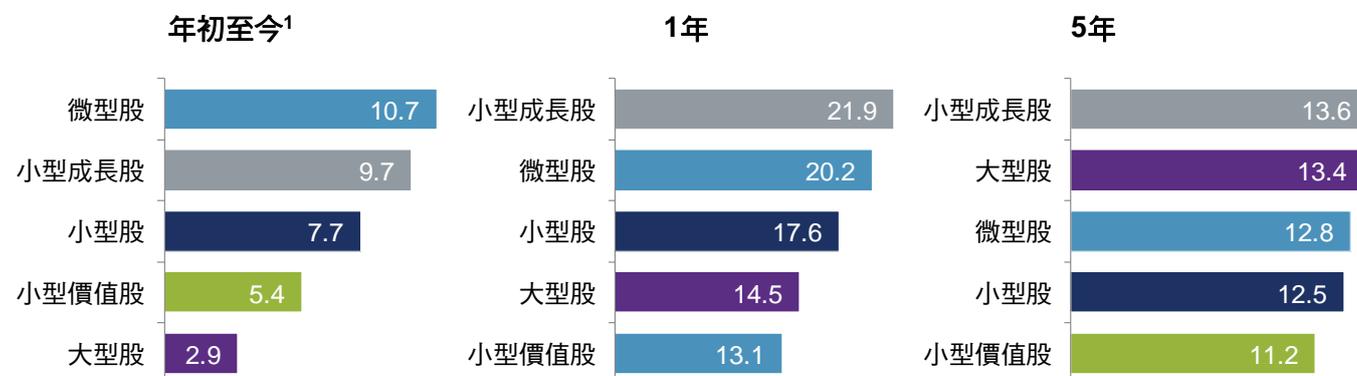
價值股目前表現落後

綜觀 2018 年前六個月，美國小型股在整體市場上漲中表現出色，這個多頭市場週期在撰寫本文之際仍未放緩。雖然市場在上半年初開始波動度攀升，而且股價走勢停滯不前——但在 6 月底出現波動浪潮，使第二季度多頭市場狀況較先前不穩定。但是，美國市場的整體趨勢依然相當看好，尤其是美國小型股。2018 年年初截至 6 月 30 日間的上半年當中，反映小型股表現的羅素 2000 指數報酬上漲 7.7%，遠高於反映大型股表現的羅素 1000 指數(+2.9%)和標準普爾 500 指數(+2.6%)，此外，羅素 2000 指數於 6 月 20 日創下歷史新高。微型股的報酬更為優異，羅素微型股指數於同一期間上漲 10.7%。

美國市場在上述大致不錯環境下，呈現出絕對及相對報酬的表現：美國經濟成長加快、就業市場強勁，以及在大多數情況下，企業利潤成長亮麗。然而，全球經濟成長放緩，而這主要受到中國和其他大型新興市場，**國際成長轉弱、新興市場狀況更趨不穩，加上美元轉強和貿易戰擔憂升溫，導致投資者僅偏好美國當地市場**，拖累主要非美國指數於上半年進一步下滑至負報酬。（事實上，在銳思投資追蹤的 45 個非美國小型股市場中，有 35 個市場於 2018 年上半年下跌，但若以當地貨幣計則只有 26 個市場下跌。）美國以外市場的成長依舊看好，其中「日本」和「德國」等重要經濟體表現強韌。

請參閱末頁的重要資訊。

股票指數的平均年度總報酬，截至 2018 年 6 月 30 日 (%)



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。**過往績效不保證未來結果。**¹ 並非以年化計。小型股以羅素 2000 指數代表；小型價值股以羅素 2000 價值指數代表；小型成長股以羅素 2000 成長指數代表；大型股以羅素 1000 指數代表；微型股以羅素微型股指數代表。

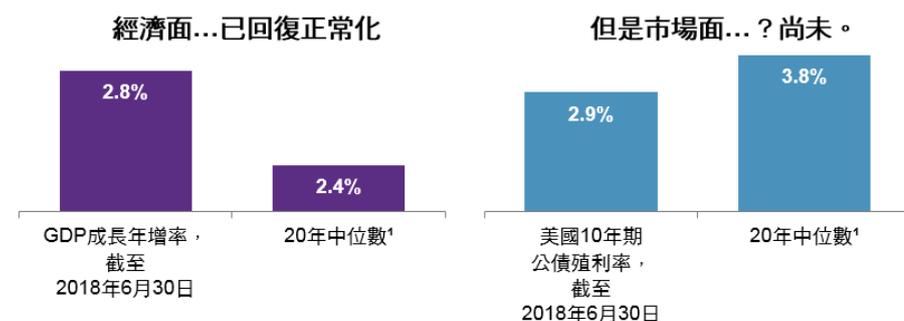
因此，這個情況下，投資人會認為小型股專家或許會對上述表現相當滿意（甚至感到欣喜），尤其是考慮到小型股和微型股的走勢符合在經濟擴張循環內，其領先大型公司的過往歷史表現。雖然我們對這些小型公司的上半年業績感到欣喜，但同時也未感到完全滿意。小型股表面上看來不錯；然而，若仔細觀察上半年，便可發現一些真正有別於以往之處。我們主要擔憂以下情況：**我們所接觸這些企業管理團隊的信心，與大部分景氣循環性產業目前相對平淡的股市表現，兩者之間出現「分歧」。**我們預計這些股票的表現有機會轉佳，因為包含這些企業營收近日走強、企業未來前景、以及美國經濟狀況穩健（當然，這些因素彼此互為相關）。

市場面對的阻力障礙

「美國 10 年期公債殖利率」的走勢使人困擾

另一個相關議題是：美國 10 年期公債殖利率持續疲弱，並不符合美國經濟成長步伐加快的情況。回顧過往，若美國 10 年期公債殖利率持續回軟走弱，一般會視為經濟疲弱的跡象。這說法也不是沒有根據，事實上，在過去至少兩年，經濟狀況無疑持續偏離正常軌跡，我們對此仍感擔憂。

正常化進度：「經濟」對比「市場」



資料來源：彭博社、銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。**過往績效不保證未來結果。**¹ 季度資料。

現在，請您考慮以下五個因素：截至今年 6 月底，美國經濟已連續第 109 個月成長、美國經濟成長正朝向長期平均水準邁進、6 月份失業率觸及過去 18 年最低水準、個人消費支出通膨在 5 月份升至美國聯準會 2% 的目標、以及短期利率逐步攀升。此外，我們也察覺到推升通貨膨脹跡象，主要來自大宗商品和原物料價格，以及其他所投入成本的上漲，這些因素都是過往熟悉經濟循環會出現的現象。歷史經驗告訴我們，上述情況普遍與美國升息循環同步發生，**但截至目前，美國 10 年期公債殖利率仍未跟隨過往歷史走勢，因此銳思投資認為美國 10 年期公債殖利率走勢是市場重返常態的主要阻力。**

美盛旗下銳思投資作為對投資評價面高度敏感的主動型小型股專家，從我們的角度來看，最令人氣餒的是美國 10 年期公債殖利率回落的期間。在過去 18 個月，每逢美國 10 年期公債殖利率下滑，投資者似乎均會轉為投資高收益或成長股，而價值股和對經濟敏感的領域則難以追上腳步。這會讓投資者似乎暫時相信，市場已重返 2010 年至 2015 年推行量化寬鬆和零利率政策的年代。對此要強調的是，在所有不明因素來看，目前情況與當時大為不同，儘管這樣的分歧截至今年上半年仍持續...

關鍵問題是：接下來走勢如何？對投資人而言，應以較具體方式表達問題：美國小型股風格和領先產業會否出現轉移？是的，我們認為會出現。第二季無疑出現這樣短期跡象，羅素 2000 價值指數擺脫連續五個季度的遜色表現，上漲 8.3%，相對領先小型成長股的 7.2%。雖然長期轉移趨勢出現的確實時間和情況仍有待觀察，但可以肯定的是，我們預期的產業領導力會出現轉變—**從成長股轉至價值股，以及從防禦性類股移轉至景氣循環類股**，而這現象一般只會在經歷波動後才會出現。

美國小型股高峰

報酬率、評價面、與風險

我們暫時撇開市場波動不談，現時似乎是出現轉變的時機。首先，羅素 2000 指數截至 6 月底的兩年累積報酬為 46.5%，漲幅固然可觀，但是過往績效不表示未來走勢。此外，截至 2018 年 6 月 30 日的期間，小型股指數的一年、五年和十年平均年度總報酬均顯著領先其各自的長期每月滾動平均。

近日的小型股報酬率高於歷史水準

羅素 2000 指數，截至 2018 年 6 月 30 日

最新	五年平均年度總報酬	12.5%
歷史	五年每月滾動平均	8.7%
最新	十年平均年度總報酬	10.6%
歷史	十年每月滾動平均	6.9%

資料來源：彭博社、銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。過往績效不保證未來結果。

若留意羅素 2000 成長指數的相同期間數據，對比可能更加明顯，最近五年報酬遠高於歷史滾動平均（+13.6% 對比 +8.6%）。這是我們預期，美國小型股將因「均值回歸」而出現領導地位的轉變，而這一點或許會支持美國小型價值股在未來五年表現有機會優於小型成長股。

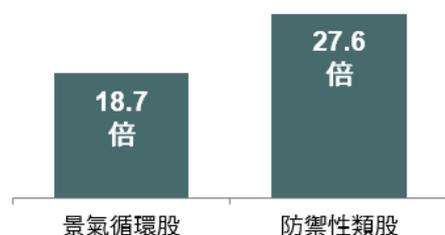
目前，我們認為小型股評價面似乎不能持續走高，尤其是如果美國 10 年期公債殖利率持續更平穩地持續攀升，這情況更是如此。雖然羅素 2000 指數截至 6 月底的本益比並不特別昂貴，但另一個評價面指標：過去 12 個月的企業價

值／稅前息前利潤(EV/EBIT) (衡量企業狀況的常用指標) 則說明了不盡然如此, 該指標反映評價面高於歷史平均水準。現在來看, 報酬和評價均處於高水準, 或許意味評價倍數將可能在未來一段較長的時間收縮, **而這正是我們偏好選擇個別企業營收前景強勁和／或評價面適中的小型股**原因所在。若市場在今年剩下期間更趨波動, 這類股票應具備更佳條件, 以有效應對市場波動性。

基於企業營收和現金流品質, 以及對企業管理團隊具有信心, 我們察覺一些投資者所回避的個別景氣循環性類股正展現了亮麗基本面。

景氣循環類股較防禦性類股便宜

過去 12 個月企業價值／稅前息前利潤的中位數¹ (不包括羅素 2000 指數負的稅前息前利潤)



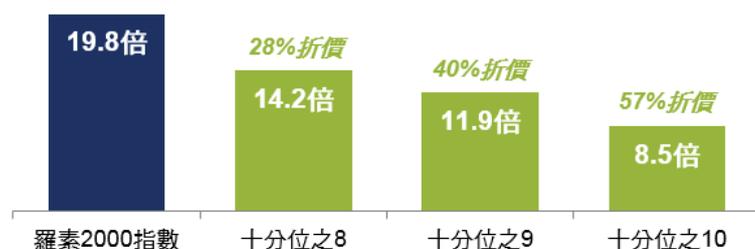
資料來源：銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。過往績效不保證未來結果。¹ 過去 12 個月企業價值／稅前息前利潤

舉例而言, 我們偏好一些特定產業的供需狀況, 包含半導體和半導體設備、運輸和化學品, 而且目前評價面尚未完全反映相關因素。對比防禦性類股和／或成長股, 許多景氣循環類股的公司似乎具備較佳條件在中期實現成長。雖然不少景氣循環類股於過去 18 個月表現落後於大盤, 但以企業價值／稅前息前利潤(EV/EBIT), 其定價較防禦性類股合理。我們仍然相信, 基本面強勁的小型公司 (尤其是評價處於吸引至合理水準的公司) 對投資者而言將更具吸引力, 因為市場對美國經濟狀況的信心日增。

在考慮評價時, 以下論點或許同樣重要: 小型股資產類別的規模龐大和多元化, 意味我們幾乎總能物色存在具吸引人的折價股票, 而且前景亮麗的優質公司。根據企業價值／稅前息前利潤, 截至 6 月底, 羅素 2000 指數排名最後三個十分位的股份價格較整體指數中位數存在顯著折價。

許多小型股以大幅折價賣出

羅素 2000 指數排名, 若以十分位做切割, 十分位當中的最後三個分位的股價過去 12 個月企業價值／稅前息前利潤中位數¹ (不包括稅前息前利潤)



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。過往績效不保證未來結果。¹ 過去 12 個月企業價值／稅前息前利潤

波動率以及利率

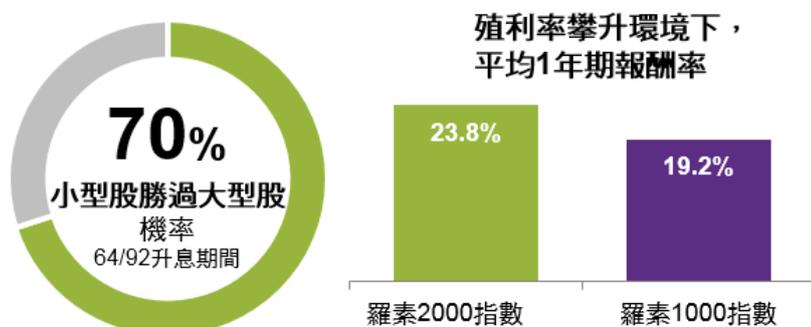
兩者同時上升

在 2018 年第一季，羅素 2000 指數變動 1% 或更多的比例高達 33%，對比之下，2017 年全年為 18%。芝加哥期權交易所羅素 2000 波動率指數 (“RVX”) 是另一項波動率指標，衡量市場對羅素 2000 指數成分股的選擇權價格近期波動的預期。自 2004 年 1 月 2 日推出至 2018 年 6 月 30 日以來，RVX 的平均值是每年 24.1%，2017 年的平均值是 15.9%，而 2018 年初至 6 月底的平均值是 17.5%。過去 18 個月波動較低，**我們強烈預期小型股波動率可能攀升。**

我們也認為利率正處於攀升階段，並預測美國 10 年期公債殖利率將於明年展現更穩定的上升步伐。銳思投資認為利率和波動率上升均是良好的發展。再次回顧過往，**利率上升期間較有利於小型股的絕對及相對報酬。截至 2018 年 6 月 30 日的過去 20 年期間，每當美國 10 年期公債殖利率上升時，以滾動一年期報酬來看，羅素 2000 指數有 70% 機率優於大型股羅素 1000 指數的表現，美國小型股平均一年期報酬是 23.8%，對比大型股 19.2%。**我們預期報酬率將會相對溫和，但歷史角度來看兩者相對報酬差距將得以維持。

小型股在利率上升時表現如何？

在美國 10 年期公債殖利率上升期間，羅素 2000 指數對比羅素 1000 指數以月報酬率滾動一年期間（1998 年 6 月 30 日至 2018 年 6 月 30 日）



在 229 個期間中，美國 10 年期公債殖利率在 92 個期間當中上升，其中小型股勝過大型股的期間為 64 個

資料來源：銳思投資，截至 2018 年 6 月 30 日。過往績效不保證未來結果。

更明確地說，我們認為利率上升也有利於具風險意識的主動型小型股投資，主要由於這情況使資產負債表狀況較佳的公司可望因審慎理財而獲得市場青睞。換言之，「風險管理」是關鍵所在。這因素與當前環境息息相關，因為羅素 2000 指數公司的槓桿上升，特別是財務槓桿。隨著利率持續走高，整體小型股指數的風險似乎有所增加。作為主動型投資經理，我們有能力篩選和審查資產負債表狀況較佳的小型股公司，並回避我們認為財務槓桿過高的公司。（值得注意的是，市場在過去十年大部分期間普遍忽視資產負債表狀況較佳的公司。）**我們的大多數策略均偏向負債偏低的公司。我們寧可聚焦於「營運槓桿」而不是財務槓桿偏高的企業。**隨著利率上升、通膨和經濟成長的趨勢形成，市場環境似乎正轉型至有利於具備這種品質的公司。

謹慎樂觀因素

基於上述因素，我們對目前的景氣循環週期觀點分別有正面和負面的看法：一方面，我們預期市場可能出現「整合」或「修正」，而修正出現的可能性確實比一年前的可能性還高；另一方面，我們對美國小型股企業營收成長保持樂觀，並看好我們策略性所持有股票的基本面，包括資產負債表、現金流和營收能力。**我們最常在景氣循環性產業中，找到最佳的價值、品質和／或具有成長前景的投資組合，例如工業類股、較具景氣循環性的科技類股和原料股。**這些結果一直來自我們「由下而上」的篩選，而不是「由上而下」的經濟觀點。

因此，我們許多投資組合持續加碼上述這些產業（另外，也有一些投資組合則以金融和非民生必需品類股佔比較高）。我們在很久以前就**傾向投資於市場氣氛過度悲觀的資產類別領域**。投資於其他市場人士摒棄的產業通常可以帶來相當報酬，但銳思投資透過幾十年的小型股資產管理經驗得知，這過程需要付出很大的耐性（不少情況需以年計），直至投資帶來豐厚利潤。

值得注意的是，我們預期的三個市場環境變動，包括市場報酬較低、波動上升和由價值股／景氣循環類股的領導力表現領先，從過往經驗來看，這些都與主動式管理能帶來領先表現吻合。我們認為有跡象顯示情況出現進展，使我們重返正常化進程，包括美國 10 年期公債殖利率微升，以及價值股在 2018 年第二季再次表現領先。7 月也出現同樣正面的跡象，包括美國以外地區的總體經濟指標持續趨於穩定、市場樂見的許多工業產業公司表現回溫，以及許多景氣循環類股領域的公司獲利持續展現動能。我們預期 2018 年接下來將有更多跡象反映市場重返常態。

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

美盛是全球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，協助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,492 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2018年7月31日。

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。

本投資觀點為美盛旗下銳思投資於2018年8月13日之市場評論，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

