

驚心動魄的一年：小型股



Charles M. Royce
美盛銳思投資
董事長暨投資組合經理人
(以下稱「董事長」)



Francis Gannon
美盛銳思投資
共同投資長暨董事總經理
(以下稱「共同投資
長」)

「如果我們對於接下來數年期間市場真的將由價值股領軍之預測正確的話，那麼我們預期小型股主動管理投資策略在此期間也將創造出優異的成績。」

Chuck Royce

- 於2011年至2015年之間，極度寬鬆的貨幣政策導致金融市場出現前所未見的異常走勢，而這段極為不尋常的時期現在終於即將告一段落。
- 目前我們正處於一個正向GDP的環境，也應看到更多的財政刺激政策，其可能會創造一些潛在的通膨壓力，但也應該有助於成長。
- 不過，部份股價在2016年10月看起來仍處於合理水準的領域當中，該領域之股價現在看來已經有些過高之虞。就像在每一個多頭市場一樣，我們在投資標的方面也變得更加精挑細選。

問：什麼因素推動了小型價值股在 2016 年的復甦？

答：董事長：我想有幾個因素的共同影響讓價值股在小型股的領域當中重新取得主導地位。回歸均值（reversion to the mean）或許是其中最重要的原因。小型價值股在過去一段極長的時間內表現落後於成長股，這也讓我們認為價值股在新的小型股循環當中將會持續領軍。

小型股自2015年6月23日的頂點至2016年2月11日的低點間，經歷了一段顯著的空頭市場，下跌了整整25.7%。我們把這段時間稱為一個隱形的空頭市場，因為除了像是我們這樣的小型股投資專家之外，市場上並沒有太多人對此有所評論。在這段跌幅之後，隨之而來的就是這段非常強勁的上漲時期。

答：共同投資長：在這個新循環當中，到目前為止我們也看到了更顯著的報酬分散和下跌的相關性、趨於陡峭的殖利率曲線，以及破產企業的增加。景氣循環或商品相關類股在2016年表現極為優異，價值與品質因子則重新受到市場高度的青睞。這些都是市場趨於常態化的跡象。最後，也是我個人認為最為重要的一點，就是我們看到投資人的動物本能（animal spirit）再起——這是另一個重要的訊號。我們認為這樣的情緒可望得以延續，尤其在美國的工業活動可望增長之下更顯如此。

問：干預主義的貨幣政策是否已經接近尾聲？這對小型股投資人的意涵為何？

答：董事長：是的，我認為自2011年至2015年之間，極度寬鬆的貨幣政策導致金融市場出現前所未見的異常走勢，而這段極為不尋常的時期現在終於即將告一段落。

我們認為我們正朝向回歸更趨歷史常態市場環境的道路前進。

答：共同投資長：我認為聯準會至少會在未來幾年持續升息，正如他們在2016年12月宣布升息當下所公布的計劃一般。

這基本上反映了經濟已經恢復了健康，因此已不需要採取特別的干預措施。

對於那些投資於較高品質、資金運用保守之小型股的投資人而言，此應為一利多消息，因為隨著利率上升，較低品質公司取得信貸的管道也會顯著趨於緊縮。

問：您覺得為什麼小型股在美國總統大選後會有如此強勁的表現？

答：董事長：我認為有幾個原因：投資人了解到利率持續偏低的年代終於進入尾聲，而GDP成長的增溫則進一步鞏固了他們的信心。

除此之外，市場也相信在幾乎每一次的選舉之後（尤其是結果飽受爭議的選舉），市場幾乎都會上漲。另外有部分的原因則是小型股循環本身帶來的正面動能。

問：就投資人的角度而言，您對美國最近的政治變化有何看法？

答：董事長：我認為有一些改變可能會對小型股公司有利，例如較低的公司稅率。由於小型股公司大部分的獲利都來自於國內市場，因此任何減稅措施都將使得它們格外受惠。

所以這點相當令人振奮，海外獲利匯回國內的計畫也讓人期待。我認為市場展現了相當大的信心，認為這些變革都可望獲得兩黨的支持而實施。

答：共同投資長：總統大選後的環境也出現了資金大舉從安全性資產外流的現象，其中以債券和防禦性類股的部分最為明顯。

投資人的信心走強，認為經濟成長可望增溫，且央行施政重點也將從貨幣政策轉為財政政策

—後者主要透過減稅和基礎建設與國防的支出增加等形式施行。

接下來投資人要問的關鍵問題，就是這些正面的預期情境已經有多少反映在股價上了？

問：如果我們已經進入了一個新的小型股多頭市場，您認為此多頭市場可以持續多久？

答：董事長：從歷史來看，這波漲幅應可持續。我從來不會嘗試判斷市場何時會到高點或低點，但是過去的小型股多頭漲幅都超過羅素2000指數，從2016年2月的低點至2016年年底的漲幅達44.3%。

而且小型股指數在2016年年底的位置也僅較2015年6月的高點高出7.2%而已。

羅素2000指數自1979年成立以來，總共有12次超過15%以上的跌幅。

下跌後復甦期間的報酬率中位數為98.8%。所以即使在2016年已經展現了強勁的績效表現，我們認為小型股仍有上檔空間可期。在這個新的循環當中，我們也看到了一些主動式投資經理人的績效有所提升。

問：在小型股出現這樣的一波大漲之後，您是否擔心出現大規模修正的可能性？

答：共同投資長：我們不認為會看到顯著的修正，在此顯著的修正指的是15%以上的跌幅。我們也沒有看到任何經濟衰退或金融危機的徵兆。不過，鑑於小型股最近的強勁漲幅，市場如果出現8-10%的回檔幅度將不令人感到意外。

循環內的修正其實極為常見—其為每一個市場循環當中的正常元素。當市場出現回檔時我們會做好掌握這些機會的準備，將市場的任何波動性轉為我們的長期優勢。雖然我們對市場環境表示樂觀，但我們並無法知道這些正面預期有多少已反映在股價之上。

問：您為什麼認為小型股的表現將由較具景氣循環特性的類股所領軍？

答：董事長：大部分與回歸均值有關。景氣循環類股績效已經落後了非常長的一段時間，所以回歸均值看起來應該勢在必行，至少我們認為如此。這是我們在目前這個循環所看到的情況。金融類股受惠於趨於陡峭的殖利率曲線，因後者應有助於提升銀行獲利，而經濟成長的增溫則對工業和許多原物料類股帶來拉抬的效果。

後者和能源類股也受惠於反彈的大宗商品價格。除此之外，美國消費者支出持續增長。我們認為這些都是可望持續的趨勢。雖然全球展望存在著不確定性，但是任何全球工業活動的反彈也都會帶來顯著的利多。

答：共同投資長：我們在去年左右就指出許多景氣循環類股只需要營收成長小幅改善，其股價就可望起漲。我們在2016年第三季為止看到了許多這樣的例子。

最近我們看到了經濟成長的信心吸引了更多的投資人進入股市投資，尤其投資於景氣循環類股，例如金融、工業、非民生必需品、能源和原物料類股。

問：在您思考未來一年的投資組合佈局時，這些類股對您而言具有吸引力嗎？

答：董事長：整體而言答案是肯定的。不過部份股價在2016年10月看起來仍處於合理水準的領域當中，該領域之股價現在看來已經有些過高之虞。就像在每一個多頭市場當中一樣，我們在投資標的方面也變得更為精挑細選。

在先前的環境當中，有許多股票的價位看起來都極具吸引力，但現在股價具吸引力的個股數目已經有所減少。除了我們傳統上傾向循環類股的佈局之外，我們也會在如醫療保健在內的一些防禦性類股當中尋找投資標的。

我們會評估個股的條件，格外聚焦於結合了具吸引力的股價和強健基本面的個別公司。我們通常也能夠透過這種方式找到能夠帶來最大回報的長期機會。

問：您認為特定的基本面因素，如盈餘（EARNING）和獲利能力（PROFITABILITY）是否將持續帶動小型股的報酬率？

答：共同投資長：我們確實如此認為。目前我們正處於一個正向GDP的環境中，也應看到更多的財政刺激政策，其可能會創造一些潛在的通膨壓力，但也應該有助於成長。

在過去幾年，沒有人在談論通膨的問題。所以在市場以過往熟悉的方式運作的情況下，投資人應會聚焦於那些在持續改善其競爭地位與獲利能力，同時審慎管理並保守運用資本的公司。

問：在您最近拜訪的公司管理團隊當中，您有沒有觀察到任何樂觀情緒增加的現象？

答：董事長：確實有的。企業管理高層其實和一般人一樣－樂觀情緒會隨著股價的攀升而增加。所以在2016年的最後兩個月之內，我們確實看到企業高層的樂觀與信心程度有所提升。

我們目前在等待的是公司資本支出的增加，雖然成長展望有所改善，但此部分的表現尚未如我們所預期般地強勁。我想許多企業都正採取觀望的態度，想等到新任總統正式就職後再做決定。

不過在任何情況之下，我們都相信企業資本支出在2017年和2018年會有所增加。

問：您認為主動管理在未來會具有優勢嗎？

答：董事長：是的。雖然主動管理在小型股投資方面一向以來都有領先的績效紀錄，但是景氣循環的因素更進一步提振了我們的信心。

投資風險

投資小型股和中型股會比投資較具規模的大型股涉及較高程度的風險與波動性。在新興市場當中，此風險可能會更高。

績效領先並不代表正報酬。

主動管理並不保證獲利或能夠免於受到市場下跌影響。

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7,104億美元*，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12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