

# 利率正常化的道路上 銳思投資談美國小型股



**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」)

- 美盛環球資產管理旗下的銳思投資董事長暨投資組合經理人 Chuck Royce 以及共同投資長 Francis Gannon 回顧美國小型股在今年上半年以及今年第二季的表現，並也看到在利率正常化的路上，可能會是較為蜿蜒的一條道路。



**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」)

美盛環球資產管理旗下的銳思投資董事長暨投資組合經理人 Chuck Royce 和共同投資長 Francis Gannon 回顧 2017 年的第二季與今年上半年的市場表現，並認為「美國小型股」這個持續整併中的資產類別已經為下一波走勢做好了準備。



07 /2017

**問：您對 2017 年上半年美國小型股的表現有何看法？您對成長股表現領先價值股的情形感到意外嗎？**

**答：董事長：**在今年年初，我們預期美國小型股當中的價值股會有較佳的表現機會。受到美國小型價值股在去年扮演領先的角色，進而帶動小型股市場的表現之後，我們原本以為我們會在 2017 年也會看到大致相同的現象。我們的理由是奠基在小型股市場於 2016 年出現價值股領先成長股的劇烈變化，而市場至少在那之前的一兩年就開始預期這樣的轉變出現。

不過到了 3 月底，更趨於強勁的經濟成長預期消退了，使得防禦型類股和成長股有機會持續維持它們在第一季所建立的領先優勢。所以雖然今年的市場並未如我們所預期地偏好許多價值股，但 2017 年目前看來也不會出現和 2015 年當時價值股表現敬陪末座的表現一樣。我們目前處於升息的環境當中，貨幣寬鬆計畫也正逐漸退場，這樣的環境背景下，和前一次成長股長期領先時期的環境可說是大相逕庭。事實上，至少對我們而言，目前的環境依然有利於價值股繼續維持其領導地位。

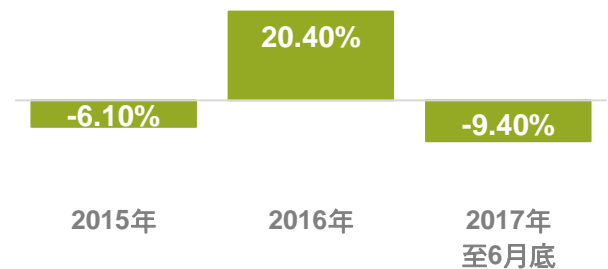
**問：您對 2017 年到目前為止表現落後的「景氣循環類股」有何看法？**

**答：董事長：**從任何角度而言，我都不認為投資人放棄了這些股票。大部分的景氣循環股在今年上半年表現原地踏步，只有少數個股表現不錯，然而我們也因為持有一些這類景氣循環類股票而感到欣慰。

我認為我們所需要記得的是：首先，目前市場如先前所述，仍處於利率正常化的過程當中。其次，利率正常化的道路上永遠不會是一路平順，毫無波折。如果要說 2017 年的上半年帶

給我們什麼訊息的話，那就是利率正常化將會是一條蜿蜒曲折，而且是峰迴路轉的道路。

**羅素 2000 指數之價值股扣除成長股利差表現 (%)**



資料來源：銳思投資，截至 2017 年 6 月 30 日為止。  
過往績效不保證未來結果。

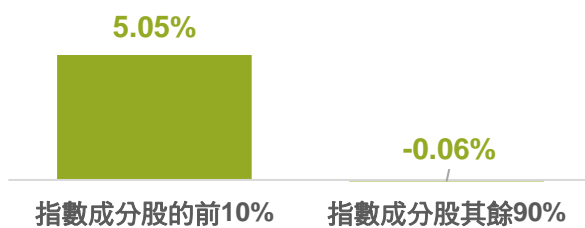
**問：您覺得為什麼美國股票的報酬表現在今年以來呈現極度集中的現象呢？**

**答：共同投資長：**報酬表現集中的現象主要和成長股在上半年的領先績效有關。舉例而言，美國小型股的漲幅相當高度集中，羅素 2000 指數上半年的報酬表現幾乎全數來自於前 10% 的指數成分股，所以雖然羅素 2000 指數成分股當中約有一半的公司在 2017 年上半年都創造正報酬表現，但這波漲幅確實呈現「頭重腳輕」之勢。能源類股以外的許多景氣循環股表現尚可或略為下跌，而相對而言數量較少的生技和科技類股則展現了領先的績效。我們在大型股當中也看到了類似的報酬績效集中情形，少數知名公司所組成的 FANG 龍頭股，亦即臉書 (Facebook)、亞馬遜 (Amazon)、網飛 (Netflix) 和谷歌 (Google)，主導了今年上半年的績效結果。

即使是在成長股領軍的市場當中，報酬表現如此集中的情況也甚為少見。這是為什麼我們預期市場趨勢在未來幾個月內可能會再次出現轉

變的原因之一。我們在6月底看到了一些績效排名重新洗牌的現象，「工業類股」和「其他景氣循環類股」出現反彈，醫療保健與科技類股當中的部分成長股的股價則反而出現了修正。

#### 羅素2000指數今年上半年之報酬率貢獻比重 (%)



資料來源：銳思投資，截至2017年6月30日為止。  
過往績效不保證未來結果。

**問：**過去 20 個年度當中，其中有 18 個年度的羅素 2000 指數在該年度當中的跌幅都超過 10%。您預期今年也會看到類似的修正幅度嗎？

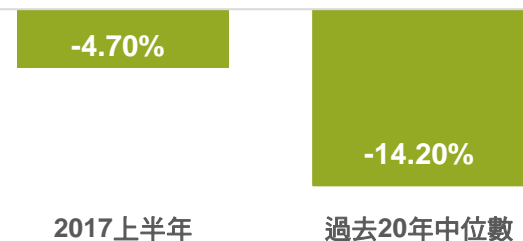
**答：**董事長：我們一直謹慎地以歷史為鑑。所以當我們看到這個數據的時候，我首先想到的就是今年稍晚可能會出現一波跌幅。在過去的20個完成年度當中，年間跌幅中位數為14.2%，而2017年到6月底為止，羅素2000指數的最大跌幅為4.7%。

所以我們比較傾向今年美國小型股可能會出現8-12%的拉回。我們不認為今年的跌幅會超過這個水準，因為至少就目前而言，我們沒有看到市場出現任何觸頂或經濟衰退的重大跡象。但是原先許多市場觀察家預期第一季末會出現修正，然而目前為止，即使在充滿不確定的環境之下，也尚未看到市場的修正。

**問：**所以您認為市場出現拉回是不可避免的情形嗎？

**答：**董事長：或許也不是無法避免。畢竟始料未及的情況經常發生，而歷史趨勢也經常出現反轉。不過，當我們把羅素2000指數過去20年的歷史績效紀錄，以及自2016年2月美國小型股低點以來尚未見到明顯的實質修正的事實放在一起來看的時候，這顯得市場下跌的機率就變得更高了。所以雖然我們堅定相信許多美國小型股公司擁有基本面穩固甚或是強健的體質，但這麼多年來我們也了解市場不太可能處於高點這麼久的時間，而都不出現任何修正回跌的現象。

#### 羅素2000指數年度內最大跌幅 今年上半年 vs 過去20年跌幅中位數 (%)



資料來源：銳思投資，截至2017年6月30日為止。  
過往績效不保證未來結果。

**問：**美國小型股當中的「價值股」在今年績效相對落後的情況是否為您帶來買進的機會？

**答：**董事長：是的，雖然買進的機會主要是視個股情況而決定。從評價面的角度而言，目前並非多個產業或整個類股看起來都具吸引力的時期。能源價格看起來相當便宜，但是油價尚未穩定到我們想要買進能源類股的水準。

不過，我們確實在上半年市場表現持平或下跌的其他領域看到了機會。舉例而言，我們在年初時就積極買進銀行類股。「利率正常化」的環境為銀行類股創造了適當的利差機會。另外「併購活動的增加」和「有利的法規鬆綁」的

機率也很高。所以我們在尋找銀行類股裡面具有貸款金額持續成長、且價格又看來合理的標的。

**問：您還看到了什麼其他令您感興趣的機會？**

**答：共同投資長：**我們在生技類股以外的領域也看到了一些令人感興趣的「醫療保健類股」。醫療保健是經濟當中非常重要的一部分，而相關的保險政策不確定性，則讓一些醫療保健類股的價位跌到了具吸引力的水準，尤其是那些過往擁有良好營收、獲利紀錄，且相較生技醫藥產業當中高波動股票而言，但風險較低的個股。

**問：您目前對美國小型股報酬機會的期望為何？**

**答：共同投資長：**我們認為看好美國小型股最強而有力的論點與「主動式經理人」相關，且可能使其受惠。首先，企業營收持續走強，其應足以讓許多美國小型股保持獲利。我們認為不論美國川普政府的政局如何發展，此結果都可望維持不變。根據我們自己的分析、定期與公司管理團隊的討論、以及合作夥伴Strategas的研究報告，這些都顯示出許多美國小型股在未來一年的營收與獲利展望相當樂觀。

最後，我們認為投資人應該記得美國小型股的正面獲利狀態自2016年2月11日的底部以來便已存在。我們預期這波美國小型股的獲利復甦將在未來一、兩年有機會得以延續。

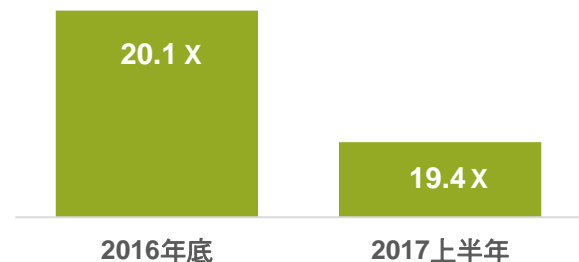
**問：所以您不擔心美國小型股的股價過高的問題嗎？**

**答：共同投資長：**2017年上半年美國小型股的股價其實變得更具吸引力。在2016年年底，羅素2000指數的平均本益比為20.1倍，而在2017年6月底則下跌至19.4倍。同樣在這段時間，美國10年期公債殖利率從2.4%下跌至2.3%。所以，不論就美國小型股本身的絕對

評價面或相對於債券的評價面來看，我們對於佈局的那類美國小型股的股價表現都感到滿意。

如果通膨持續低於歷史平均水準的話，那麼美國小型股的股價則可能維持在高於歷史平均值的水位。但是我們不認為本益比將會進一步升高。如果美國小型股可以遵循其獲利成長趨勢的話，那麼我們認為，美國小型股未來幾年繳出中至高個位數的表現空間會是合理的預期。在低報酬的環境之下，這樣的報酬表現可能相當有競爭力。

**美國小型股在今年上半年顯得更為便宜了！  
羅素2000指數預估本益比<sup>1</sup>**



資料來源：銳思投資，截至2017年6月30日為止。

過往績效不保證未來結果。

<sup>1</sup> 本益比計算乃根據未來一年營收預期，且不包含營收為零或負值的公司。此類公司佔羅素2000指數比重：2016年12月31日為止是28%、2017年6月30日為止是29%。

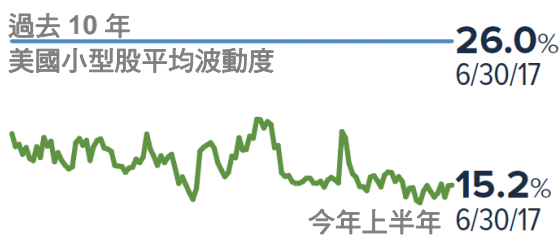
**問：您可以說明為什麼美國小型股波動性可能會升高，它背後的邏輯嗎？**

**答：共同投資長：**基本上這是「均值回歸」的概念。股市自從在2016年初開始復甦以來，我們看到了少數波動極為激烈的時刻，例如英國脫歐或美國大選，不過在其他的時期，美國小型股的波動性則相當的低。

我們認為在經濟、利率和股市逐漸趨於「正常化」的情況下，美國小型股低波動的現象應該很難持續。在一切條件進入歷史上我們較為熟悉的模式時，我們認為市場的波動幅度將會增加，這對能夠善用波動性的主動式經理人而言，應有機會帶來可觀的潛在利益。

為歐洲經濟成長速度將會快於美國，如果會的話，也可能只維持相對較短的一段時期而已。

### 今年上半年CBOE羅素2000波動率低於平均值



資料來源：銳思投資，截至2017年6月30日為止。

過往績效不保證未來結果。

CBOE羅素2000波動指數(RVX)衡量由羅素2000股票指數選擇權價格反映的短期波動率預期。

### 問：您認為全球經濟可能持續增溫嗎？

**答：董事長：**我們確實這麼認為。事實上，我們認為「歐洲經濟改善」是正常化的另一面表現。所以雖然較為大型經濟體的開發中國家所發出的訊號參差不齊，尤其是在中國面臨一些挑戰之際，但我們對全球整體經濟仍具有信心。鑒於美元走貶，我們也預期美國出口需求的成長。

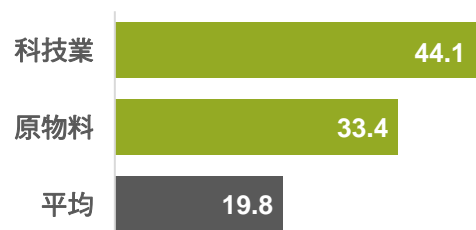
有些人會認為這對美國小型股可能是利空消息。因為他們大部分的營收來自於國內市場，因此這會讓它們相對於大型股而言處於劣勢，但是，我們不同意這樣的說法。美國以外地區的經濟成長復甦雖然對小型股整體而言不是利多消息，然而對主動式經理人而言卻可能是好消息，至少對那些在景氣循環產業上漲時，能聚焦於獲利企業上的經理人而言是如此。但是我並不認

### 問：全球成長走高可以對美國小型股帶來什麼幫助？

**答：共同投資長：**各個產業的情況不同，這要看這些美國小型股的「非美國市場」營收百分比而定。我們發現「資訊科技」和「原物料」等景氣循環類股，以及我們佈局上通常擁有較高權重的「機械和汽車零件等工業類股」會有較高比例的營收來自於美國以外的市場。

另外也有許多美國小型股（尤其是科技公司）大部分或全部業務的來源都是跨國營運的美國企業，這表示它們能夠參與全球成長，同時就技術層面上而言，這些企業大多數營收卻來自美國當地市場。一個顯著的例子就是：一家美國小型電子設備公司銷售元件給亞馬遜或谷歌，這大概就符合上述的情形。所以我們相信，只要美國或海外市場擁有合理程度的經濟成長，主動式管理的美國小型股投資方式就有機會能夠維持其成功表現。

### 美國小型股長期海外營收百分比 (%)



資料來源：Factset、銳思投資，截至2017年6月30日為止。

過往績效不保證未來結果。

**問：鑒於油價持續下跌，您擔心出現像是在 2015 年對工業類股造成的衝擊效應嗎？**

**答：董事長：**我們還沒看到這樣的衝擊效應出現，而且鑑於能源類股在上半年已經出現過顯著的跌幅，我不認為我們會看到進一步的衝擊。看來許多能源服務產業的工業公司在 2016 年都經歷了產能合理化的動作，因此能夠免於受到油價下跌的衝擊。對我們有佈局能源產業的一些工業持股而言，這其實是一個好消息。

**問：您目前如何操作金融類股呢？**

**答：董事長：**除了對銀行類股的興趣有所增加之外，我持續將大部分的焦點放在資產管理公司和其他資本市場參與者的企業上。這也是我們對此類股的佈局與過去慣性作法有所不同的原因。我們之前在金融類股通常會建立較大的部位，一方面減碼銀行類股、但另一方面大幅加碼資本市場類股。這主要是因為，我們身為小型股資產管理公司的立場，讓我能夠更深入瞭解同樣產業內其他公司的緣故。

在過去幾年之間，我逐漸被「非傳統型的資產管理公司」所吸引。我對於另類資產管理公司非常感興趣，我認為在一個未受其他投資人充分瞭解的輕資產行業(asset-light business)當中，這是一個價值被低估的領域。對我這樣的投資人而言，這不啻是天作之合。

**問：您預期美國聯準會在今年會再進一步升息嗎？**

**答：共同投資長：**我們預期聯準會在 2017 年至少還會再升息一次。另外值得注意的是，歐洲央行總裁德拉吉(Mario Draghi)在 6 月底的發言，他提到了對歐元區「通貨再膨脹」的擔憂。我們認為這些訊息加總起來顯示央行出手干預的年代已經即將告一段落。

在這樣的市場情境之下，較傾向景氣循環的美國小型股佈局應可受惠其中。美國小型股與較高評等債券之間的「相關性」在以往多半都只有大型股的一半。這是因為利率升息通常伴隨著美國經濟表現良好的時候，而持續成長中的經濟則通常對小型股有利。

**問：您認為下滑中的 10 年期美國公債殖利率顯示經濟成長即將放緩嗎？**

**答：共同投資長：**我們不這麼認為。美國 10 年期公債表現上漲，在我們看來比較像是因為投資人預期美國通膨將持續偏低的跡象。至於對利率敏感的股票，如高成長和公用事業類股表現強勁，則支持了我們的論點。

我們每一天從企業管理高層處所聽到的樂觀看法也和經濟放緩的預期相違背。企業訂單持續湧入，我們拜訪的大部分公司都對他們的業務持續具有信心。這也給了我們在投資上很大的信心。

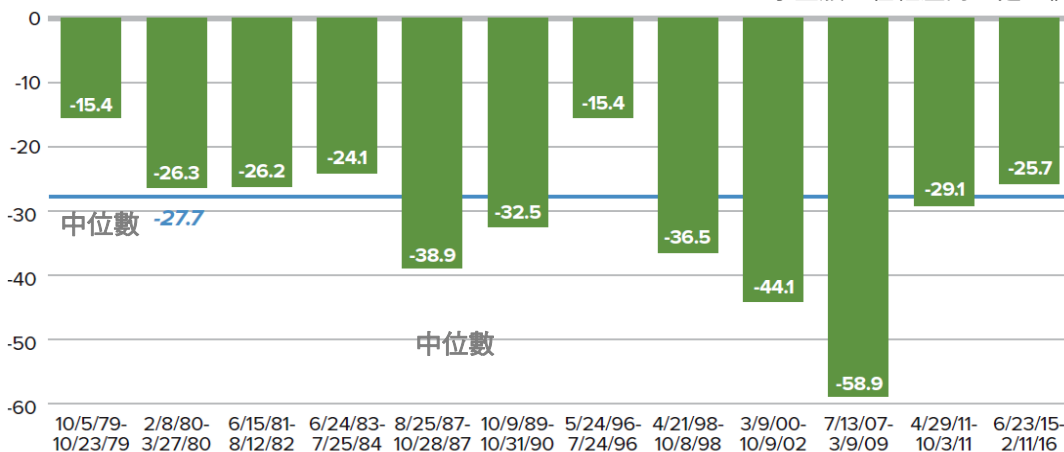
# 美盛旗下的銳思投資 專精於美國小型股的特有研究方法

## 美國小型股的關鍵圖表

### 1

美國小型股已默默度過一段空頭市場...  
羅素2000指數成立以來，下跌幅度 $\geq 15\%$ 時

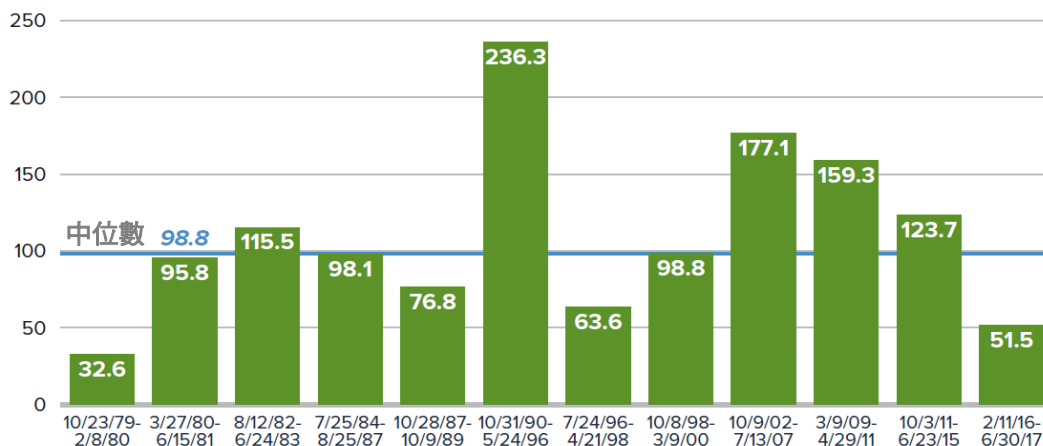
雖然許多市場觀察者可能沒有注意到，但是，美國小型股事實上在 2015 年 6 月 23 日到 2016 年 2 月 11 日曾經歷過一段空頭市場。而許多投資人也或許沒有注意到目前美國小型股正在經歷的，是一個相對較新的上漲循環階段。



### 2

那麼...美國小型股的報酬能夠持續嗎？  
羅素2000指數成立以來，跌幅 $\geq 15\%$ 後復甦表現

我們認為是有機會的。美國小型股在空頭市場後復甦階段的中位數報酬率為 98.8%。但是截至 2017 年 6 月 30 日為止，美國小型股在目前這段復甦時期的報酬為 51.5%。



資料來源：上圖/下圖，Factset、銳思投資，截至2017年6月30日為止。

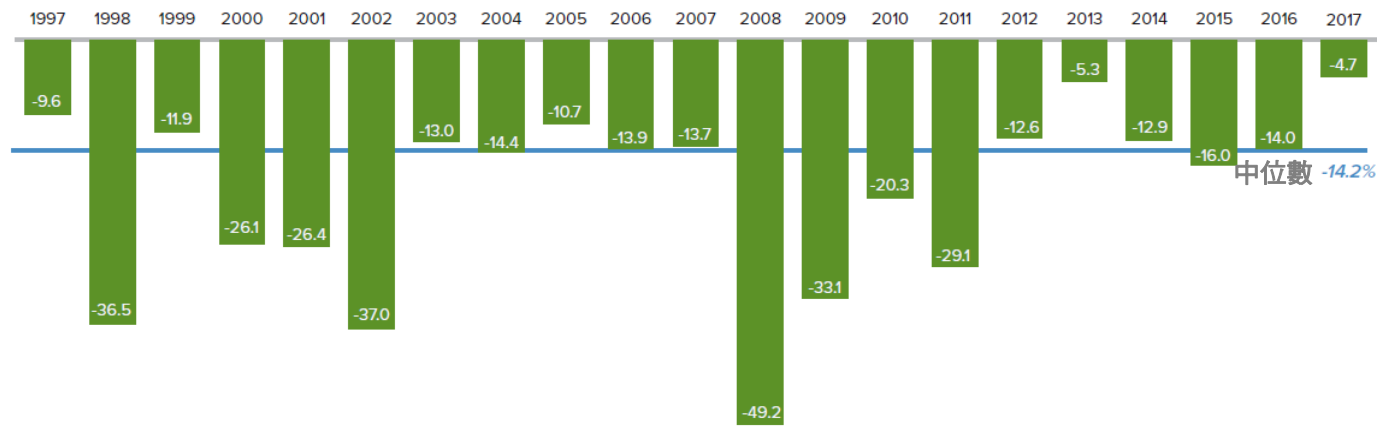
下圖的中位數僅包括完全復甦時期。過往績效不保證未來結果。

請參閱末頁重要資訊。

### 3

#### 美國小型股今年初以來的最大跌幅 小於歷史中位數跌幅（1997年—2017年6月）... 圖表顯示美國小型股歷年以來年度間最大跌幅

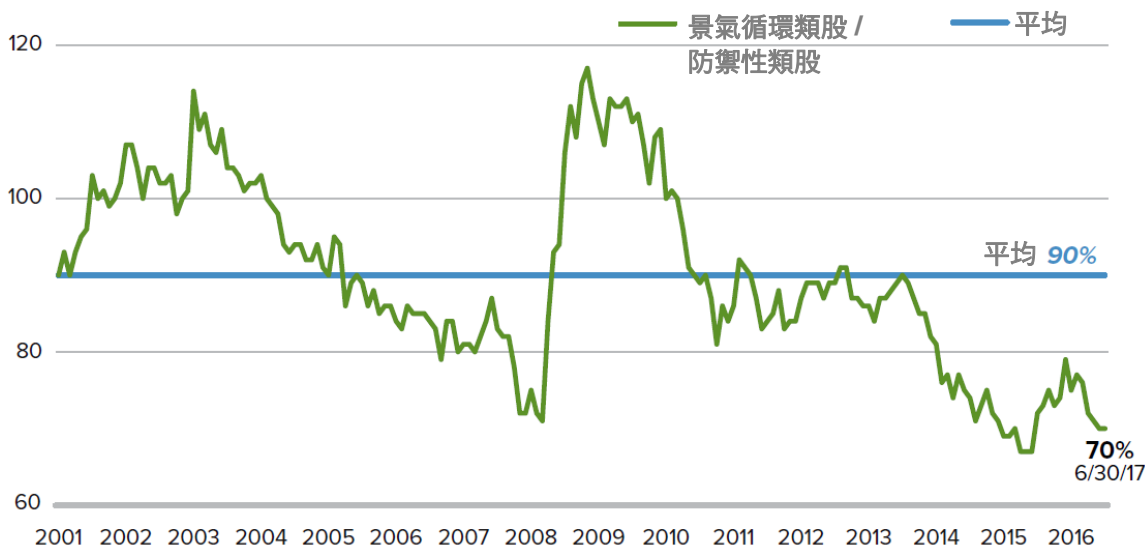
今年初以來的美國小型股市場最大跌幅(-4.7%)低於過去20年的中位數跌幅(-14.2%)。過去20年當中有18年度間的跌幅至少高於10%。



### 4

#### 從長期企業價值倍數(EV/EBIT)來看， 「景氣循環類股」的評價面相對便宜！ 景氣循環類股的相對評價看來較防禦性類股便宜

羅素 2000 指數當中景氣循環類股 vs 防禦性類股的相對長期企業價值倍數的中位數(EV/EBIT)（不含稅前息前利潤為負值公司）。景氣循環類股的評價面看來具吸引力，其獲利可能隨著美國或海外地區的任何經濟體增溫而強勁反彈。



資料來源：上圖/下圖，Factset、銳思投資，截至2017年6月30日為止。過往績效不保證未來結果。

下圖的長期企業價值倍數(EV/EBIT)計算乃根據過去12個月的企業價值/利息與稅前盈餘。

景氣循環類股與防禦性類股定義如下：

- 景氣循環類股：非民生必需消費品、能源、金融、工業、資訊科技、原物料。
- 防禦性類股：民生必需消費品、醫療保健、不動產、電信服務、公用事業。

請參閱末頁重要資訊。

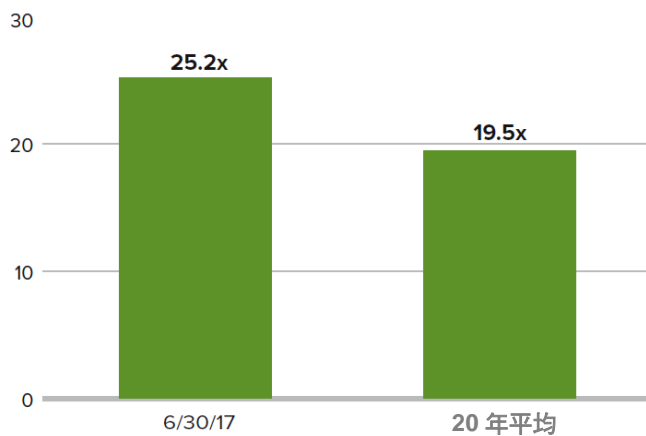


## 5

### 兩個面向，檢視美國小型股評價

#### 絕對評價 vs 歷史評價

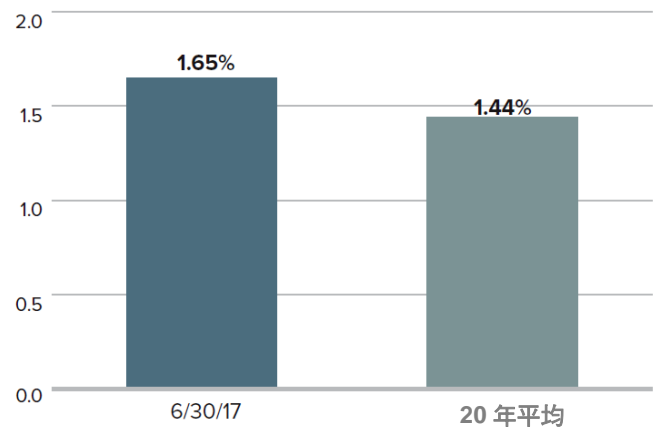
羅素2000指數企業價值倍數(EV/EBIT)  
(截至2017年6月30日)



**本益比 > 長期平均值**  
顯示美國小型股的價格已充分反映其價值

#### 美國小型股的風險溢酬

羅素2000指數資本化率(Cap Rate)扣除美國10年期公債殖利率  
(截至2017年6月30日)



**股票風險溢酬 > 長期平均值**  
顯示美國小型股價格被低估

雖然美國小型股從絕對評價的角度看來價格已高，但如果將債券殖利率納入考量的話，其評價面則具吸引力。

資料來源：Factset、銳思投資，截至2017年6月30日為止。過往績效不保證未來結果。

企業價值（EV）的計算方式為加總一家公司的市值、長期負債、優先股與少數股東權益，然後減去現金。EBIT 則為稅前利息盈餘。EV/EBIT 即為企業價值倍數，乃一協同加權平均值。資本率為單一加權平均值。

請參閱末頁重要資訊。

## 6

### 特定美國小型股領域 有相當大的國際市場佈局

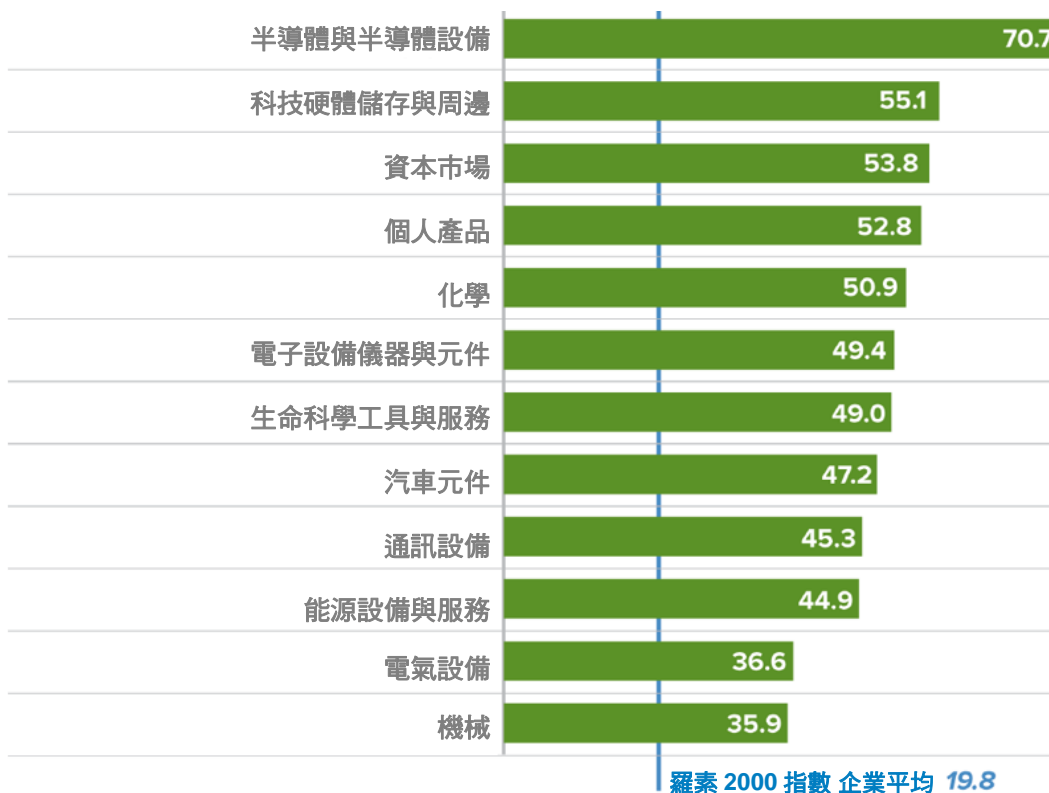
儘管平均來看，一般美國小型股企業  
來自美國以外市場的營收平均低於20%，  
但是特定產業的比率則高出許多。

儘管一般美國小型股企業來自美國以外市場的營收  
均低於20%，但是特定產業的比率則高出許多。

如果國際經濟狀況好轉，  
特定產業內的公司則可望因而受惠。

此圖說明羅素2000指數當中  
海外營收百分比超過35%產業排名。

### 羅素2000指數當中海外營收超過35%的產業 (截至2017年6月30日)



資料來源：Factset、銳思投資，截至2017年6月30日為止。過往績效不保證未來結果。  
包括羅素2000指數當中至少有35%的長期營業額來自海外市場，且至少有5家公開財報公司之產業。

類股加權使用全球產業分類標準 (GICS) 決定。GICS 是由標準普爾金融服務公司和 MSCI 公司所開發的專屬財產。GICS 為標準普爾和 MSCI 的註冊商標。  
GICS Direct 為標準普爾與 MSCI 的服務標章。

請參閱末頁重要資訊。

# 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7,266億美元\*，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2017年5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