

## 駿利亨德森觀點

# 由下而上觀點：經濟未如市場拋售所顯示那般糟

2018 年 12 月

駿利亨德森基金經理人 Jonathan Coleman, CFA\*與 Scott Stutzman, CFA\*對 12 月市場下跌分享看法，以及在市場拋售後所見到的投資機會。

### 重點整理

- 截至今年 12 月末，股票市場正邁向歷史最糟的 12 月份表現(自 1931 年以來)。
- 來自管理團隊的經濟指標與評論，都顯示目前經濟的立足點比市場恐慌的狀況穩定許多。
- 市場無差別拋售的現象，忽略了許多公司獲利的耐久性。

究竟 2018 年第四季股票表現有多差？我們認為：部分主要指數正邁向歷史最糟的 12 月份表現(自 1931 年來)。

股市(尤其是在美國小型類股)下跌顯示了市場情緒的轉變，許多股價表現原本對政治、經濟、與商業等風險都忽略不計，現在卻轉變成預先反映總體經濟與公司獲利的最糟情境。

而在市場情緒轉變的同時，我們相信投資人應該問兩個主要問題：市場是不是真的如市場拋售顯示般那樣糟？如果不是，這波下跌是否將帶來投資機會？

### “由下而上” 觀點

我們不否認中美貿易戰的全面展開對全球經濟體將會是一個不小的負面影響因素；我們同樣也不否認演變成負面結果的可能性。不過，市場在

2018 年上半年對這個風險並不在乎，現在則是股價反應景氣衰退。同一期間，我們見到中國與美國在貿易上的紛爭從互相武力上的較勁，進展到重要的貿易優惠協議(例如：降低汽車關稅等)，明顯推進了協議進程。從這個角度來看，這朵暴風烏雲似乎已經不像 6 個月前那樣黑暗了。

雖然市場因經濟成長放緩承受壓力；不過，在我們依“由下而上”策略與許多公司拜訪之後，我們認為經濟其實比最近跌勢所顯示的更為穩定！在參與了近期一場美國最大的中小企業年度投資會議中，我們見到了中小企業公司管理階層對未來展望仍普遍樂觀正面。

從工業類股的電話會議與相關會議中，公司管理團隊表示在大多數終端市場，仍見到強勁的需求，其中塑膠產業的終端市場需求，就是工業類股中一個很好的領先指標。而其他不錯的領先指標還包括了：建築費用指數，我們也見到該指數在市場大多陷入恐慌中，卻仍見到其表現強韌。

我們仍將持續找尋價值被低估的成長型公司，而不是僅僅依賴總經預期；不過在我們與美國公司詳談後，我們認為往後一個溫和或緩慢的成長步調，會是一個合理的預期。而我們也從最近市場拋售之後，找到了越來越多具吸引力、並且能夠在緩慢成長的經濟中表現不錯的股票。

### 市場受到恐慌而“無差別”的拋售股票

就在三個月前，我們當時對美國中小類股最大的憂慮是價格評價過高。而現在，我們相信：對於美國中小企業來說，現在比過去一年半以來任何時候，其土壤都來的更為“肥沃”。我們在工業與循環性類股看到最豐厚的機會 – 有些公司的交易價格甚至落在個位數的本益比區間。

我們相信現在市場對美國小型工業類股是採取一個“無差別”的看法：受到經濟恐慌而出售所有相關類股。不過，我們在該產業中也見到了投資機會：來自強勁的售後服務業務 (aftermarket business) 與其他擁有經常性營收 (recurring revenue) 的公司，使得公司獲利來源相對穩定，也比股價下跌所呈現的市場環境來的更為穩健。我們同時也在尋找價值具吸引力的工業類股，其原因包括來自公司先前已經開始注重用“科技”來提高毛利，或是受惠於較低的舉債成本，進而改善公司債務比率。

除了工業類股以外，我們也見到一些特殊個股機會在極度悲觀的市場中仍有正面事件。例如：我們看到一些小型生技公司公佈正面臨床結果，或相關藥物獲 FDA 核可等題材後，股價還下跌。在這些公司中股價仍受到市場過度聚焦於短期展望，僅狹隘的在意公司需要透過募資

才能推行藥品商業化等短期因素，而非著重於長線看法，忽略了創新療法對公司長期獲利來源將帶來如何的改變及意義。

我們將對這些股票採取“長期觀點”作法，並且相信短期的恐慌將可創造長期的機會。

\* 註：CFA®和特許金融分析師®是CFA協會擁有的商標。

## 重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。**本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。**CFA®和特許金融分析師®是CFA協會擁有的商標。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。© 2018 · Janus Henderson Group plc。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。  
JHITL1218(17)1219.TW.retail