

駿利亨德森投資觀點： 在成長型與價值型中找到“中庸之道”

2019年7月

近年來，成長型類股的表现大幅超過價值型類股，但在成長型與價值型光譜的兩端都存在重要的風險。駿利亨德森投資組合經理人 Brian Demain 解釋了為什麼投資者應該考慮“中庸之道”。

關鍵要點

- 在這場爭奪新興產業主導權的競賽中，許多以成長為導向的公司都正積極投入資金以實現網絡效應(network effects)。
- 與此同時，一些以價值為導向的公司，正受到傳統商業模式的阻礙，而那些傳統商業模式最終可能導致公司過時。
- 面對這兩個極端，投資者若專注於兩個極端之間的公司，反而可能受益。

股票市場中成長型與價值型股票的相關動態線(growth-versus-value dynamic)已達到拋物線的比例。在過去幾年中，大型成長股的表现優於小型價值股；這對於許多傳統的長期投資方式(同時也支撐著許多新型智能 beta¹ 策略)來說，有著一大段差距，因為對他們來說：價值型表現應優於成長型，小型股表現應優於大型股。

這種顯著差異的驅動因素其實已有詳細記載。快速的技術創新是一種強大的力量，幾乎擾亂了每個產業，也損害了許多價值股的獲利能力。於此同時，網絡效應經濟學的影響同樣深遠，也讓一些成長型公司創造了巨大的價值。

成長型公司挑戰：追逐網絡效應

簡單來說，網絡效應就是當越來越多人使用產品或服務，進而增加其價值（互聯網可能是最明顯的例子）。早期瞭解到並接受此現象的公司已經顛覆了相關產業，忍受短期損失以鞏固長期的網絡效應 – 此舉往往帶來驚人的正面成果。

像是“亞馬遜²效應”，在2000年時，許多投資者認為傑夫貝索斯(Jeff Bezos)決定每年損失10億美元是一個完全不合理的決定。但後來很明顯地，這些損失卻有助於建立網絡效應並且播下了顛覆零售業的種子。而在今天，這種大規模的網絡效應被視為一個好方法，因為亞馬遜²的網絡效應最終建立了世界上最有價值的公司之一 – 成為既蘋果²公司之後第二個市值破兆(以美元計)的公司。

隨著投資界開始意識到“規模”和“網絡效應”的潛在價值，要公司花數十億美元來試圖捕捉網絡效應經濟學似乎是合理的舉動。我們也看到多個新興行業已採用這個策略：從共乘、食物外送、到企業合作軟體與數位銀行業務。

然而，我們認為，要想網絡效應還能達到像過去十年相同的報酬率，應該是不太可能了。許多市場中已有兩個(或更多)的主要玩家在爭奪市場規模，而市場領導者也在回應這場爭奪戰。因此，雖然可能在食物外送或電子銀行中會出現一些贏家，但這些公司需要花多少錢才能實現盈利？這筆投資的回報率又是多少？我們認為那些正在搶著捕捉“網絡效應”的公司，其成長前景可能較不明確；這對長期投資者來說，投資這些公司可能是具有風險的賭注。

價值型類股先前遺留下的問題

另一方面，價值型股仍然受到挑戰的。今天當我們細看上市公司名單時，我們認為很多公司在五年、或十年後可能就不會存在了；因為這些公司的“護城河”都建立在先前所傳承下來的優勢之上，包括：分銷管道、信息不對稱、和監管障礙等因素。但在一個更加透明，數據更豐富的經濟體中，這些‘護城河’正在迅速縮小。在那些倖存下來的公司中，許多人可能會看到他們的投資回報率 – 以及相對的本益比倍數 - 急劇下降。

採取中庸之道

那麼投資者應該做些什麼呢？我們的答案：避免極端情況並追求我們所謂的中庸之道，也就是找出那些沒有在積極追逐大量未經證實的機會、但也不是那種依賴於傳統商業模式的價值陷阱的公司。通常（雖然並非總是如此），這些公司屬於資本密集型(capital-intensive)的產業，公司在這些產業中獲得了強勁的資本報酬，但又沒有強到會帶來顛覆性的競爭。雖然這些公司很多不是科技公司，但也正在運用科技改善他們的業務模式，而這些業務可能擁有較合理的成長性與價格評價。透過這樣的中庸之道，或許投資者更能找到可延續的風險調整後報酬的投資機會。

¹ Beta(貝他值)為風險評估係數，測量個股與大盤變動的相關性。當貝他值大於 1 時，個股變動程度高於大盤之變動程度，顯示個股波動性較高；當貝他值小於 1 則表示個股變動較大盤穩定。

² 所提及之個別有價證券僅作分析說明用途，非為個股推薦。

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。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com> / 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

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。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

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。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JHITL0719(12)1219.TW.retail