

## 美股觀點：評估股市，當成長型類股持續成長

駿利亨德森投資組合經理人Doug Rao解析少數個股領漲現象及其對長期投資人有何意義。

### 重要要點

- 當市場報酬總來自少數個股，主動型投資人便面臨艱困抉擇，減碼該類個股或空手可能嚴重影響績效時尤其為然。
- 近來市場漲勢明顯依賴大型科技股，原因是該類企業數位顛覆的色彩濃厚。
- 數位顛覆浪潮方興未艾，新冠疫情更加速其發展，投資具備競爭優勢之個股或有利可圖。

### 少數個股領漲已非新鮮事

聽來或許不可思議，但市場倒向零星個股之現象早已存在：1926年以來，從美元財富創造的角度來看，僅僅4%公司創造100%之獲利，而此一集中情況近年又見增強。數位經濟規模龐大且不斷茁壯同時，領頭羊均是一方霸主，猶如高速公路匝道入口收費站，是數位生態系統參與企業、個人必經之地，因此這些公司自由現金流量、盈餘成長速度遠勝其他公司。

與頂尖科技業者享有之優勢相比，目前許多價值型公司掙扎成長，它們或面臨市佔流失、定價壓力沉重等長期挑戰；或商業模式有賴GDP溫和成長，甚至淪為科技發展輸家，以致成長難如登天。另一方面，成長股評價雖上升，但現金流高速增強下，自由現金流收益率（free-cash-flow yields）依舊可觀，且是強大網絡效應與贏者通吃經濟受惠者，如此一來，股價高昂便合情合理，即使一些板塊確實過熱，但尖牙股應無此疑慮。

值得注意的是，反托拉斯訴訟進逼、法規趨嚴近期亦漸變成科技業者贏者通吃商業模式的風險。不過加強監督與適度政策規範最終應可於更廣大範圍的數位經濟中激勵競爭、促進創新，這對業務定位良好但位處巨型科技公司下一層級之企業可能尤其有利。

整體而言，少數領頭羊帶動漲勢反映經濟發生根本變化，企業是否搭上數位顛覆順風車，結局悲喜亦不言而喻，因此投資人當考慮立足在可受益於當前加速投資題材的公司。

### 專注加速發展之投資題材

因為疫情，好些既有的科技趨勢加速成形，且未來只會繼續壯大。以電商為例，不僅佔總消費支出比例增加，表現更一再超越預期，此因轉向網購之消費者幾乎不再完全回歸實體零售，如此將帶動

電商長期成長。另外，年長者等新族群加入、生活必需品採購與線上學習等落後產業急起直追亦為電商助攻。

除此之外，網路串流媒體服務亦蓬勃發展，目前所做的投資（例：原創內容）將啟動日後定價能力，可增添串流平台價值。此外，對照於直接競爭對手-電視台，Netflix\*、Disney\*+等平台並不依賴廣告收入，最終效應便是當廣告預算緊縮與廣告主轉向臉書\*、谷歌\*等數位廣告平台時，反而有利Netflix\*與Disney\*+。而經濟更加數位化後，為線上廣告帶來進一步助力，例如：相較實體店面，電商業者通常撥用更多行銷支出於線上廣告，故隨電商壯大，線上廣告亦將繼續欣欣向榮。

另外，拜雲端運算、軟體即服務（Software as a Service）解決方案之賜，疫情期間上班族得以居家辦公，且由於生產力仍高，企業便開始評估永久改為居家辦公之潛在利益，畢竟若過早回歸辦公室，企業可能面臨業務持續與法務風險，況且通勤時間減少、辦公空間需求降低可節約成本，或有益提升生產力。順帶一提，倘永久改為居家辦公，個人與企業可選擇搬離高成本的市中心居住或經營，進而為住宅、商業不動產市場帶來不小的衝擊。

### 公有雲平台乃創新基石

上述科技趨勢所以存在，必須歸功於亞馬遜\*（Amazon Web Services）、微軟\*（Azure Cloud）、谷歌\*（Google Cloud Platform）等科技大廠構築強大的公有雲，提供較就地布署系統更廉價、敏捷、安全之企業資訊科技解決方案；儘管這些平台近五年已突飛猛進，雲端建設卻仍僅佔1.3兆美元「基礎設施即服務（IaaS）」/「平台即服務（PaaS）」市場之4%\*\*，因此雲端基礎設施投資仍有長足進步空間，且50%~70%之需求可能由亞馬遜\*、微軟\*、谷歌\*等現有霸主瓜分，原因之一是目前環境壓抑科技預算，成本考量更形重要，之二則是進入門檻頗高，必須具備大量資本與優秀軟體開發人才方能一爭高下。

### 競爭優勢重要性

上述題材為經濟轉型推波助瀾，而選對科技浪潮陣營雖重要，但發掘商業模式完善、成長續航力強、長期資本報酬率高之企業亦是必須，投資人應擁抱商業模式健全、競爭優勢根深蒂固（含財務扎實）之個股，因經濟邁向新時代之際，這些特質可使企業有餘裕投資追求成長。

\* 所提及之個別有價證券僅作分析說明用途，非為個股推薦。

\*\* Bessembinder, Hendrik (漢克) · 美國財富創造 公開股票市場1926年至2019年 (2020年2月13日)。在SSRN上可用：<https://ssrn.com/abstract=3537838>或<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3537838>

### 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。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。

JHITL0121(5)1221.TW.retail