

## 駿利亨德森觀點：耐心對投資中型股來說是美德

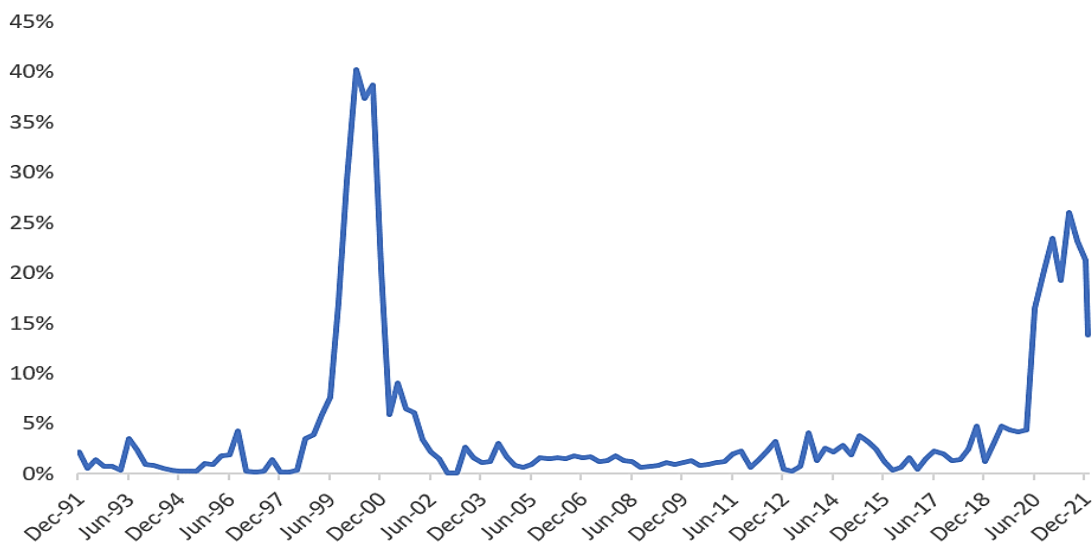
隨著中型股市場的轉變，我們認為投資人將重點放在對價格評價敏感的成長型類股的選擇是明智的。投資組合經理人 *Brian Demain* 和 *Cody Wheaton* 將向大家解釋其原因。

### 關鍵要點

- 2020 年，我們開始警告羅素中型股成長指數出現過度成長，因為高價格評價股票在很大程度上推動了績效表現。
- 2021 年，隨著實質利率停止下降（儘管是負利率）以及合理價格評價的股票表現顯著改善，市場開始正常化。
- 低利率——以及利率上升的前景——影響了價值股和成長股的價格評價。儘管價值股最近的表現優於成長股，但我們認為，隨著中型股環境的演變，投資人將重點放在對價格評價敏感的成長性上是為明智之舉。

2020 年，我們開始對羅素中型股成長指數的過度成長發出警告。在很長一段時間內，該指數的大部分價格評價都呈現需要未來成長支撐的水準，而從歷史數據看來，可能僅有一小部分公司能夠實現。以某些具備投機性的股價價格評價為例(如下方圖表所示)，它顯示了股價/營收大於 20 倍的股票的百分比。這些極其昂貴的股票佔比在 2020 年飆升至指數的 25% 以上 – 是 1999-2000 年科技泡沫以來從未見過的水準。

### 羅素中型股成長指數 – 股價/銷售額 >20 倍的股票之權重



資料來源：Janus Henderson Investors · Factset · 截至 2022 年 1 月 31 日。

於此期間，那些在投資過程中強調合理價格評價的投資經理人發現，指數中價格評價最高的公司的強勁表現似乎遇到了阻力。中型股表現主要依賴那些價格過高且成長預期不切實際的股票漲勢，而不是仰賴聰明成長—那些專注於耐心、一致性和複合成長的力量。

2021 年，隨著實殖利率停止下降（儘管是負利率），市場開始正常化，股價合理評價的中型股表現顯著改善。在 2021 年後半段，該指數開始修正，因為聯準會承認需要解決不斷上升的通膨並暗示未來將取消貨幣刺激措施，從而提高了對 2022 年升息的預期。這種修正加速了羅素中型股成長指數進入熊市的速度，自高點跌幅超過 20%。然而，儘管指數成分股的價格評價已見收縮，但與歷史標準相比仍處於較高水準。因此，面對中型股市場的問題仍然是 - “我們願意為成長付出什麼代價？”

### 成長的成本為多少？

誠然，數位化轉型使公司在追求龐大的整體潛在市場 (total addressable markets, TAMs) 的過程中，希望公司能以較雲端出現前的實體經濟成長較快的速度增長。這很大程度地推動了股票市場出現多次擴張 (特別是成長股)。幾十年來，我們也一直處於名目利率普遍下降的時期。低利率激勵了更高的價格評價，而負實質利率—就如同我們最近所經歷—造成的影響可能更大，因為投資人有效率的得到報酬，並再借貸投資以獲得更高的回報。市場目前對實質利率極其敏感；如果實質利率仍為負值，我們認為市場仍將對每日利率的變動保持敏感。另一方面，如果實質利率上升，則可能會為股價評價合理的成長型股票創造順風。

從個別公司層面來看，在低利率環境中投資的一個風險因素為 - 長期持有成長型股票，犯錯的懲罰將非常高。市場目前的價值很大程度包含了龐大的未來現金流。倘若這些現金流到時沒有發生，這些價值如此之高的股票其將承受的處罰也將會很大。

因此，波動的資本成本會影響高成長性的公司，但也會擾亂價值型公司。一般來說，價值型公司對經濟更為敏感。2022 年，我們預期利率上升、財政刺激減弱和通膨上升將為總體經濟帶來逆風。如果經濟成長放緩，這將使得價值公司基本面變得更加艱難。此外，一些企業靠低利率維持生計，如果利率上升，則可能會面臨融資阻力。我們更認為，破壞性創新是真實存在的，許多傳統價值產業面臨結構性逆風，其價格評價理應較低。雖然價值型類股最近的表現優於成長型類股，但我們認為投資人應關注對價格評價敏感的成長性—那些具備持久成長潛力但價格評價更為合理的公司。

### 耐心是一種美德

因此，我們在中型成長股市場中看到了某些風險，但也發現了許多讓我們感到興奮的領域。其中包括被市場忽視的紮實且成長穩定、開始展現複合成長、現金流的可持久性和可預測性但被錯誤訂價、業務具上漲機會性以及具備龐大的總潛在市場但仍處於早期顛覆周期階段的公司。最後，隨著經濟和中型股市

駿利亨德森觀點：耐心對投資中型股來說是美德

場的不斷發展，我們認為持有優質、複合性成長業務、並其價格評價仍處於合理位置的公司，長期來說可能仍是成功的策略。

## 重要資訊

觀點截至發布之日。文件僅供資料參考，不應被使用或解釋為投資，法律或稅務建議，或要約出售、要約買賣，或建議買賣或持有任何證券、投資策略、市場產業的建議。任何內容均不得視為直接或間接對任何客戶提供投資管理服務。觀點和範例僅就廣泛主題加以闡述，並非表示交易意圖，且隨時有變動及並不反映公司其他人的觀點。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，無法確保所提供的資訊是完整或及時且亦不保證使用它所獲得的結果。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資，且合理地相信並依賴於第三方的資訊和數據來源。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。資料或資訊可能受法律限制，未經書面許可不得複製或引用，也不得在任何司法管轄區或情況下違法使用。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。

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。

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。117793.0522.TW.retail