

疫情期的发达市场成长股和价值股



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——他山之石·海外精译第 231 期

❖ 背景：新冠疫情爆发后，发达市场成长股和价值股表现分化加大。

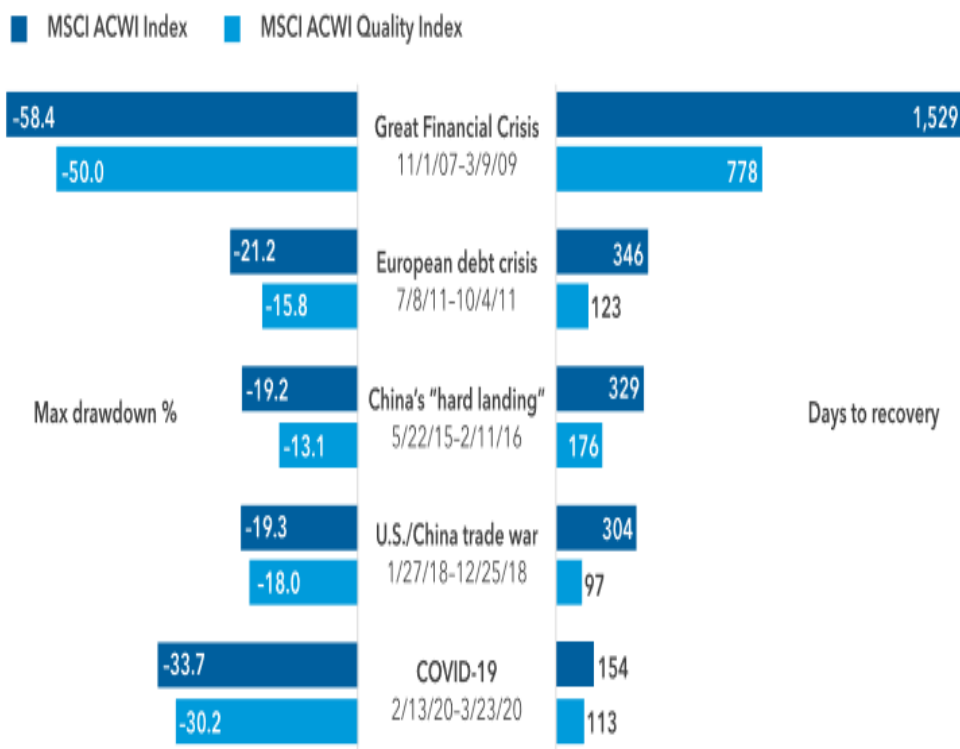
新冠疫情发生后，发达市场成长股表现普遍好于价值股。而 9 月 3 日，以科技股为代表的美国成长股的回撤引发了市场对现阶段成长股的态度进一步分歧。为了解外资机构对疫情对发达市场成长股和价值股的看法，我们编译整理了 Capitalgroup 的 David Polak 和 Steven Sperry 以及 AllianceBernstein 的 Avi Lavi 和 Robert Milano（分别发表于 2020 年 8 月 26 日、8 月 10 日和 8 月 28 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ 疫情以来成长型股票继续跑赢价值型股票

Capitalgroup 的 David Polak 和 Steven Sperry 指出在新冠疫情爆发后，成长型股票在今年下跌之后的复苏中继续跑赢价值股。与其他投资机会相比，成长型股票获得更高溢价的原因是在低经济增长率的世界中，真正的增长的投资机会较少。超低利率环境降低了评估股票的贴现率，往往有利于成长型股机会。自 2008-2009 年金融危机以来，对成长型公司的溢价在非美国市场的表现得最为明显，但在美国市场也呈现出上升趋势。也就是说，在未来几年里，某些领域的经济增长来源很可能会因为从疫情中恢复而发生变化。

图 1： 历次市场低迷时期的成长型公司表现

Quality Growth companies in major market downturns



资料来源：Capitalgroup，川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部
报告类别 | 他山之石
报告时间 | 2020/09/04

👤 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

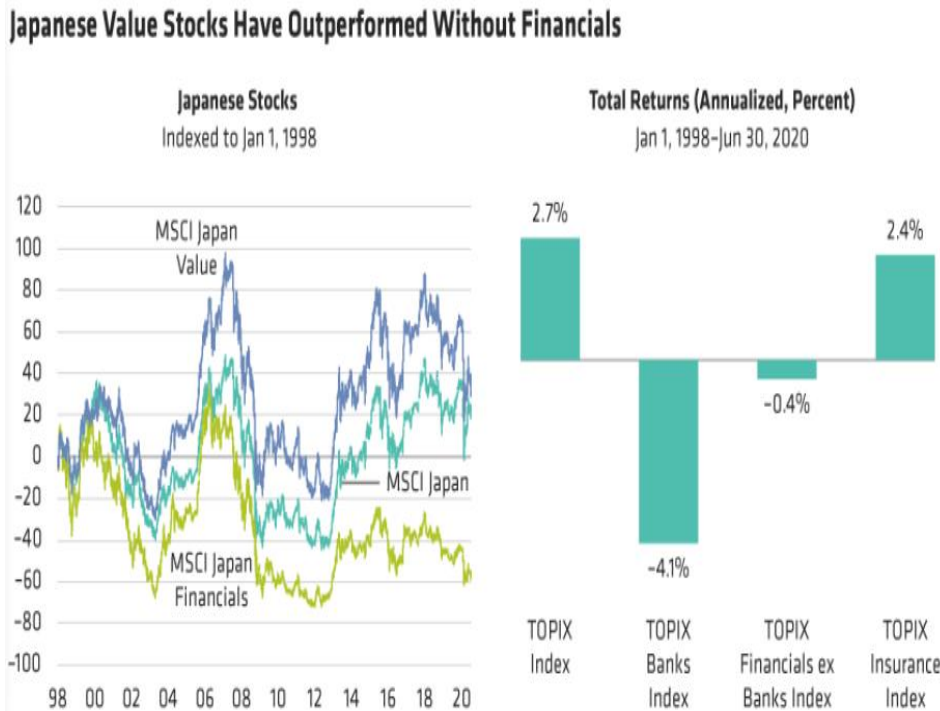
好的成长型公司通常有这几个共同点：由强大的管理团队领导；保持稳定的资产负债表；在不断增值的市场中运营；展示出了增加市场份额和保持定价权的潜力。显然，并非所有这些特征都是成长型公司所独有的；但是，如果在具有吸引力的商业模式的公司中发现了这些特征，或者从长远来看，会有长期性的增长机会，那么它们可能会带来有吸引力的投资机会。一个比较典型的例子是 ServiceNow 公司，该公司创建了有助于提高效率的工作软件。因为该软件可以处理和分类电话、聊天和电子邮件查询，越来越多的公司客户服务使用 ServiceNow 公司的软件作为办公工具。一个更典型的公司是微软。它的业务得益于 Windows 操作系统的即时订阅，这是一套无处不在的办公产品和 Azure 云服务。总之，这些特性有助于创建持久的业务模式。另一个例子是在线支付，消费者和商家交易方式的重大而持久的转变正在推动在线支付市场的增长，PayPal 一直是其中的市场领导者之一。

Capitalgroup 的 David Polak 和 Steven Sperry 还认为尽管成长型公司在市场低迷时期通常表现得相对较好，但重要的是要记住，它们之所以能有这样好的表现，在很大程度上取决于它们具有继续增长的能力，而许多其他公司不具备继续增长的能力。因此，经济下滑的原因是一个重要的考虑因素，一些成长型公司在某些低迷时期可能会比其他公司表现更好。展望未来，在新冠疫情之后，一些潜在的受益者可能是从事视频流媒体和游戏、日用品/杂货配送、自动化和生物技术领域的企业。

❖ 疫情中的价值股表现

AllianceBernstein 的 Avi Lavi 认为在新冠疫情期间，银行收益面临的挑战越来越大，这压制了价值股复苏的希望。截至 7 月 31 日，以美元计价的 MSCI 全球价值股指数下跌了 15.7%，表现逊于同期下跌了 1.3% 的 MSCI 全球指数。约占全球价值基准五分之一的金融类股，下跌了 21.9%。银行面临着一长串挑战。长期的低利率一定程度上压制银行股。贷款量在下降，坏账在上升。在这种环境下，银行的表现将很难超过预期。如果银行深陷泥潭，那么价值股的前景看上去似乎不容乐观。但这种假设不一定正确。尽管许多投资者将银行与价值股联系在一起，但研究表明，价值股可以在不依赖银行作为复苏引擎的情况下取得良好的业绩。日本为另一种价值市场提供了一个很好的案例研究。在日本市场，自 1998 年以来，金融类股的表现一直落后于整体股市。然而在同一时期，价值股的表现超过了市场。这与许多价值投资者的直觉背道而驰。

图 2：剔除金融股的日本价值股表现出色



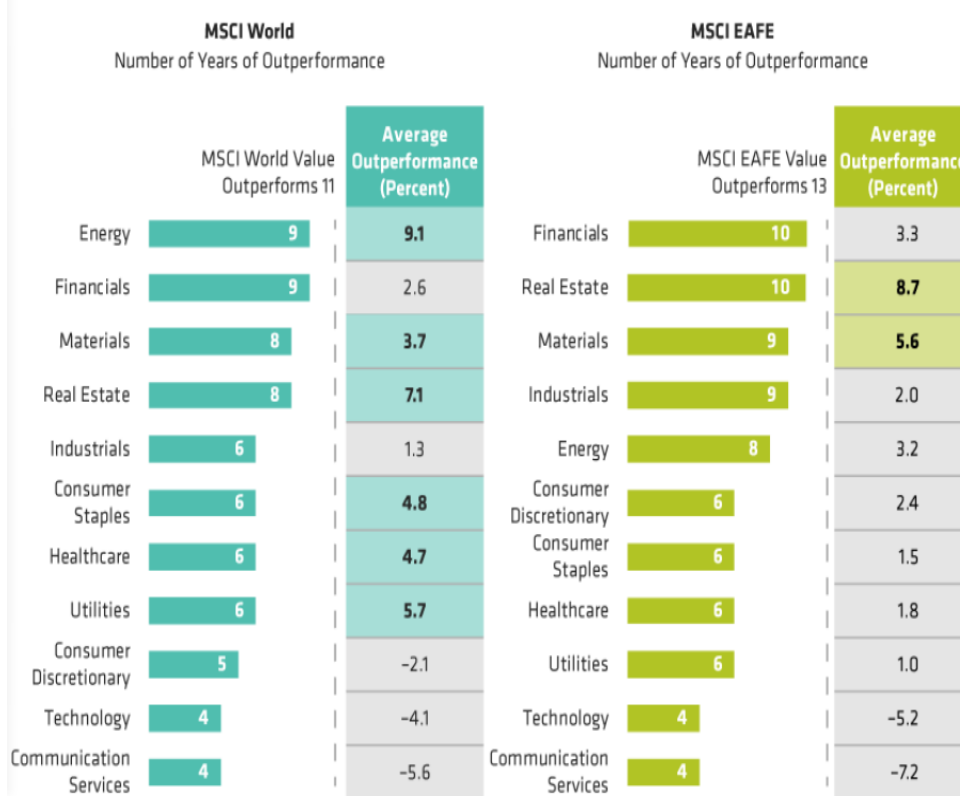
资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Avi Lavi 指出当时日本国债收益率已跌至历史低点。在 1998 年，10 年期日本政府债券收益率滑落至 2% 以下，此后 20 年的大部分时间都维持在这一水平。同样，2019 年，美国 10 年期国债跌破 2% 的门槛。目前普遍预计，随着美联储用宽松的货币政策应对新冠病毒大流行对宏观经济的影响，美国 10 年期国债收益率将长期保持在非常低的水平。在日本的超低利率环境下，银行业确实处于不利地位。自 1998 年以来，日本银行业表现严重不佳，而日本保险公司表现良好，表现与大盘一致。如今，全球银行业可能面临类似的挑战，与过去日本被普遍视为宏观经济异类的时候相比，日本的经验可能对全球价值投资者更为重要。也许日本是不一样的那个？众所周知，日本的人口结构是由人口老龄化形成的，而其经济和劳动力市场的灵活性不如发达国家。历史上，占日本价值指数 16% 左右的日本银行计提坏账的比例不及美国和西欧的银行。对于全球股市的投资者来说，价值股和金融股之间的联系很难打破。然而，金融股在 MSCI 全球价值指数中的权重一直在下降，从 2009 年 9 月的 34% 下降到 2020 年 7 月的约 22%。诚然，当价值股表现良好时，金融股一直表现突出。研究显示，自 2004 年以来，金融业在全球价值超过大盘的 11 年中，有 9 年的表现优于大盘。然而，在这期间，全球金融股的超额收益相对温和，平均为 2.6%。能源、材料、公用事业和房地产等其他行业的平均回报率较高。在排除美国的情况下，同样的模式也适用，比如 MSCI EAFE（欧澳远东）指数，其价值股在 13 年内跑赢大盘。这些过去的趋势表明，非金融部门的强劲表现一直是价值跑赢大盘的引擎。

图 3： 1995-2020 年推动了价值股上涨的行业

Which Sectors Have Driven Strong Value Equity Markets?

Periods of Sector Outperformance When Value Outperforms (1995-2020)



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Avi Lavi 还认为各行业的价值股仍面临诸多挑战。然而，价值股的交易价格也远低于成长股。截至 7 月底，基于价格/销售额、价格/现金流和价格/远期收益三项价值指标，MSCI 全球价值指数比 MSCI 全球成长股低 63%。过去的经验表明，在这个大打折扣的水平上，可能有很多被压抑的复苏潜力。投资者应瞄准更具弹性的业务、强劲的资产负债表和更好的盈利能力的高质量价值股票，以支持稳定的自由现金流。如今，在许多行业、部门和地区，都可以找到拥有极具价值的现金流和灵活的业务的公司的公司。这为价值投资者提供了一个广泛的机会来寻找那些具有未被认可的复苏潜力的公司。通过今天找到这些公司，并建立一个高质量价值股票的多元化投资组合，投资者可以为潜在的长期价值复苏做好准备，而无需承担银行业的高风险头寸。

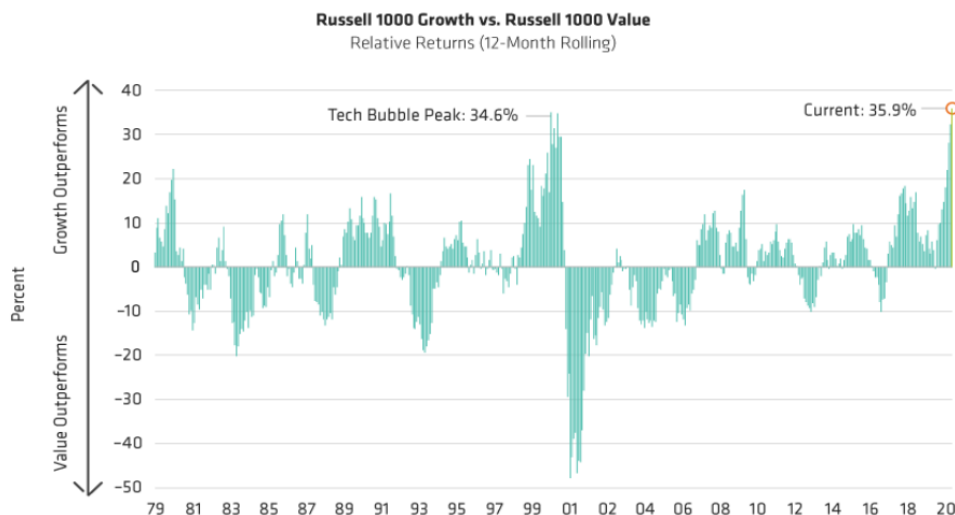
❖ 客观看待疫情期的成长股和价值股

AllianceBernstein 的 Robert Milano 指出在新冠疫情期间，美国成长股跑赢价值股的幅度创下历史新高。现在成长股似乎很贵，但这取决于你如何看待它。这个趋势是否可能持续下去是一个值得思考的问题。美国成长股在 2020 年的大部分时间里大幅上涨。最极端的例子之一是苹果公司。截至 8 月 18 日，罗

素 1000 成长股指数上涨 23.4%，超过罗素 1000 价值股指数约 34%。在截至今年 7 月 31 日的 12 个月内，美国成长股以创纪录的优势跑赢价值股，甚至超过 2000 年互联网泡沫破裂前的表现。现在，投资者正试图弄清楚，在应对新冠疫情、美国大选和中美紧张局势等挑战的情况下，这些市场趋势是否会持续下去。

图 4： 美国成长股和价值股之间的差距

Record Gap Between Growth and Value Stocks



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Robert Milano 指出目前的美国成长股指数在非必需消费品和科技股中的权重非常大。与此同时，价值股高度集中于周期性行业，如金融、工业和能源，在冠疫情衰退和其他宏观经济力量的影响下，这些行业都面临严峻挑战。因此，它们的表现往往受到政府政策、油价走势（目前正在稳定）和利率（在可预见的未来不太可能上涨）的严重影响。

图 5： 美国价值股与成长股：理解不同股票类型的要素

US Value and Growth Stocks: Understanding the Elements of Style



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2772

