

駿利亨德森產業觀點：

追尋科技類股長期成長，但並非不計代價

2020年9月

駿利亨德森全球科技團隊投資組合經理人 Alison Porter、Graeme Clark、Richard Clode 探討主動配置、迴避極端高價科技股之重要性為何更甚以往。

重要要點

- 科技潮流加速發展，導致科技股價格高昂，但長期而言，股價評價必須仰賴獲利與現金流支撐
- 當今 S&P 500 指數前五大企業均是科技類股，不僅盈餘貢獻比重甚大、成長速度大勝其他指數成分股，股價評價溢價亦遠低於 2000 年時，相較其他上市公司，本益成長比 (PEG) 更顯吸引力
- 科技類股風險繁多，因此投資團隊認為主動管理、嚴守評價紀律、謹慎控管風險並就 ESG(環境、社會與治理)議題積極並與科技業者交流，為目前市場重中之重

價值投資之父葛拉漢 (Benjamin Graham) : 「市場表現短期有如投票機，但長期更像秤重器。」

身為成長型投資人，投資團隊甚少引用葛拉漢等價值投資大師名言，但歷經網路泡沫以來二十年之技術炒作週期 (hype cycle) 後，即便今日科技業已改頭換面，股價評價過高、投資人一頭熱之危險卻仍然存在；而於機器人、被動式產品逐漸主宰市場下，「動能交易 (momentum

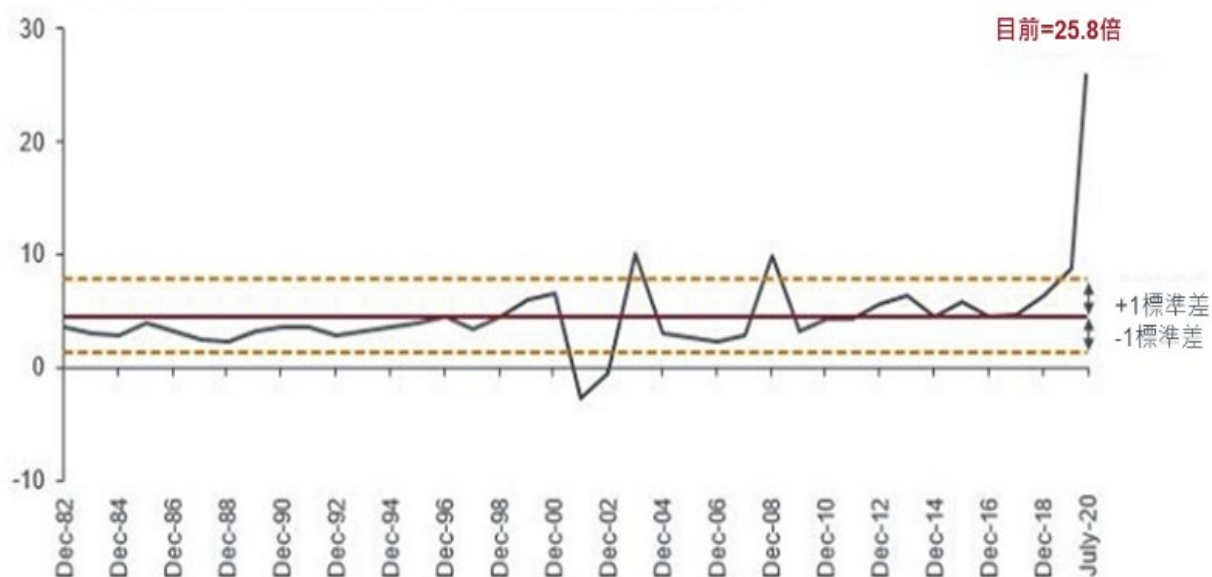
trades)」愈發興盛，且由於成長低迷、利率微薄甚至淪為負值，持有長存續期股票（對利率變化較敏感者）更是令投資人接受。

科技類股極端股價評價通常難以久長

上述市場、經濟因素發酵，加上近十年科技潮流加速發展、新冠肺炎大流行又添柴火，股價評價極端之個股便日益增加，儘管仍屬少數，但如圖 1 科技類股長期股價評價所示，極昂貴者與極便宜者之相對評價，目前不僅創下新高，更是高到破表！

圖 1：科技股股價評價極高者相對極低者懸殊

最貴與最便宜科技股於本益比之相對股價評價



資料來源：Bernstein 計量團隊(Larson)2020年7月1日數據。註：圖中採用之本益比2019年（含）以前係採各年度年底數據，2020年者則以7月1日為終點。過去表現不保證未來結果。

此外，上圖亦顯示科技業面貌雖不斷改換，科技股股價評價的極端分歧無法持續卻是恆久不變。值得注意的是，目前我們所面對非比尋常的危機所造成的嚴重衰退，已導致當前主導盤勢的股票與景氣循環股或週期性類股的成長展望天差地遠，科技股與大盤同樣判若雲泥。

四月底微軟執行長 Satya Nadella 曾打趣地說：「兩年的數位轉型兩個月就完成。」的確，封城、居家辦公實行期間，網路轉型、下一代基設施、數位支付、流程自動化、人工智慧等重要科技潮流發展之快，著實令人咋舌，於是許多長期成長型企業突飛猛進，與其他產業嚴重衰落形成強烈對比，部分投資人便認為成長股再昂貴也是合理。

基本面終究重要

駿利亨德森全球科技團隊則看法不同。即便多年來支持上述重大科技題材，但總不忘提醒投資人所投資的是個股並非一項科技。若再回頭琢磨葛拉漢名言，可知短期動能、「動物本能」或能帶領股價遠遠超出基本面所支持，但長期而言，高股價評價必須依賴獲利與現金流維繫，可惜眼前部分投資者忽視大師智慧，反而擁抱股價營收比 (price-to-sales)、股價潛在市場總額比 (price-to-total addressable market) 等充滿風險之評價指標。

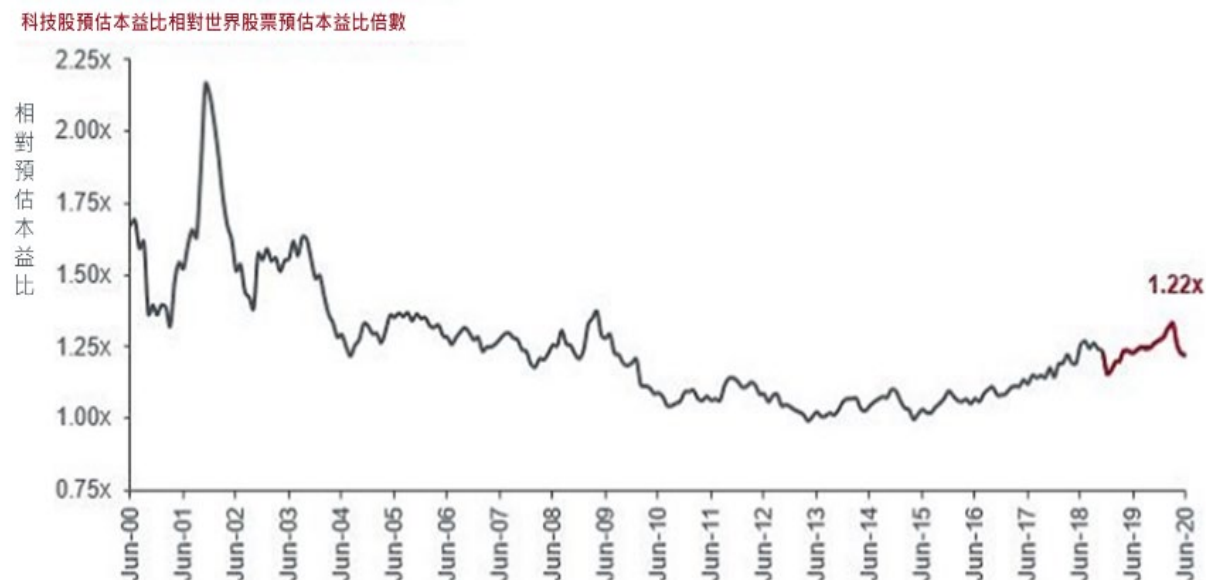
股東終究是企業之部分獲利與現金流的擁有者，長期而言，單是創造營收對投資人並無經濟價值。愈來愈多族群，尤其是成長型軟體族群、居家辦公潮受惠者，目前股價營收比便超過二十倍，但淨利為零，或現金流量貧乏、甚至淪為負數，而投資人若認為高股價合理，必然是假定未來營收連年飛速成長將轉化為豐沛利潤與現金流，但如此便是間接推斷一家企業能於瞬息萬變之科技領域中長保優勢，可惜科技股投資即是一部充斥自負妄想最終灰飛煙滅的歷史。

看透技術炒作週期

身為有經驗、主動配置的科技投資者，我們已見識過類似的科技業「血淚大片」，看透技術炒作週期並穿梭其中深植於我們的投資流程，其重點在於釐清、了解新興科技正位於何種階段，亦即吹捧、採納、成熟、社會應用，以便迴避處於吹捧階段之市場區塊。

另一方面，近年來主題式投資接受度漸高、利基型主題式基金 (投資範疇狹小，主動、被動型產品皆有) 日益增多，於是主題式股票炙手可熱，但其中不乏基本面、股價評價令人質疑者。最新一例便是一家支付業提供商近來黯然宣告破產；儘管電子支付日益茁壯，但終歸僅是科技股中的一小族群，在科技股中仍有許多具吸引力的機會。如圖 2 所示，科技業相對其他股票之股價評價目前仍具吸引力 (縱然是拜其他產業獲利慘淡所賜)，且科技業對全球經濟重要性與日俱增，疫情危機更令其如虎添翼、締造優越盈餘成長。

圖 2：科技類股與全球股市相對股價評價



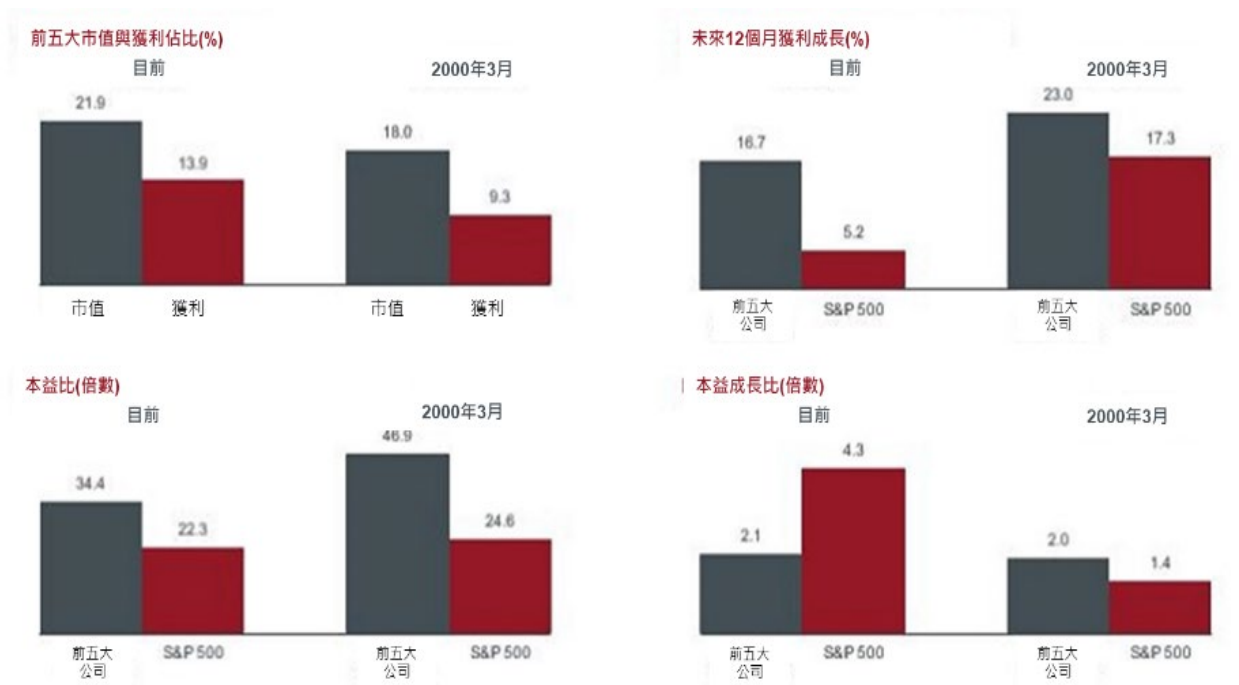
資料來源：Bernstein 2020年6月30日數據。註：灰線係2000年6月至2018年11月MSCI全球各指數改變全球行業分類系統(GICS)前，MSCI ACWI資訊科技指數相對MSCI AC世界指數之股價預估本益比，紅線則為GICS改變後至2020年6月30日之間，MSCI ACWI資訊科技+通訊服務指數相對MSCI AC世界指數之股價預估本益比。過去表現不保證未來結果。

雖不廉價，但科技類股確實成長力較佳、現金流強勁

若進一步解析，可見S&P 500指數市值前五大企業盈餘成長力尤其強勁（見圖3），且全屬科技公司--蘋果*、微軟*、亞馬遜*、谷歌*、臉書*；該五家企業目前佔指數比重遠勝網路泡沫高峰時期，但關鍵在於其現今盈餘貢獻度更大，且成長速度約為S&P 500指數其他成分股三倍；同時交易的評價溢價遠低於2000年，意味本益成長比較其他個股具吸引力。

(*：所提及之個別有價證券僅作分析說明用途，非為個股推薦。)

圖 3：前五大企業與 S&P 500 基本資料比較



資料來源：Standard & Poor's、Thomson Financial、FactSet、Credit Suisse 2020年7月21日美股研究報告《市場集中不足為慮 (Market concentration not a problem)》。

長久以來我們反覆強調財務體質，如今一場危機更提醒投資人現金之重要性。科技巨頭不需做出裁員、削減研發預算、請求政府紓困或降低股東回報等艱難決定，且隨其準備顛覆新市場，可望自疫情危機中浴火重生，不似其他公司陷入掙扎困境；相較之下，股價評價過高之科技業者中，許多正不斷燒錢、仰賴資本市場挹注其成長，儘管目前獲得熱烈追捧，但經驗顯示投資信心可能迅速轉差，令這些企業弱點曝露無遺。

主動管理：嚴選個股終有回報

科技業中，除巨型股之外，長期明星成長行業亦不乏優異標的，關鍵在於嚴格選股，以務實價格追求盈餘成長超乎預期，亦即謹守股價評價紀律而非尋找廉價股（後者於科技業素為失敗策略）。此外，對比於專注單一科技趨勢、投資範圍狹小的利基型主題式基金，廣泛投資的科技基金較能維持股價評價紀律，且發掘新市場贏家，而非買進同一題材所有個股，因此更能精準鎖定盈餘成長超乎預期、潛力更高之個股。

科技顛覆力量之強，多年來已展露無遺，但 2020 年愁雲慘霧籠罩之際，科技已成為生活必需品。科技潮流加速發展著實令該產業更加刺激，然而長期耕耘科技類股、身經百戰，我們

認為若有朝一日必須留意風險，則非今日莫屬，原因包括極端的股價評價、不切實際的預期、中美關係緊張，且環境、社會、治理 (ESG) 等議題包括：社群媒體平台及零工經濟勞動者之健康、安全、權益的責任。我們認為，主動管理、嚴守評價紀律、謹慎控管風險並就 ESG 議題積極與科技業者交流，乃目前市場重中之重。

。

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。駿利亨德森資產管理基金乃根據愛爾蘭法律成立的可轉讓集體投資企業，基金之間各具獨立責任。投資人應注意任何投資僅可根據最新的基金公開說明書及其所載有關收費、開支及風險等資料為基礎，並應仔細閱讀，基金公開說明書可於總代理公司及各銷售機構索取。本基金並非適合所有投資人投資及並非提供予所有司法管轄區的投資人。本基金不供美國人士投資。基金報酬或有所變化，投資的本金亦隨市場漲跌和外幣匯率而波動。投資人贖回股份時股份的價值可能多於或少於原來的價值。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。JHITL0920(1)0321.TW.retail