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

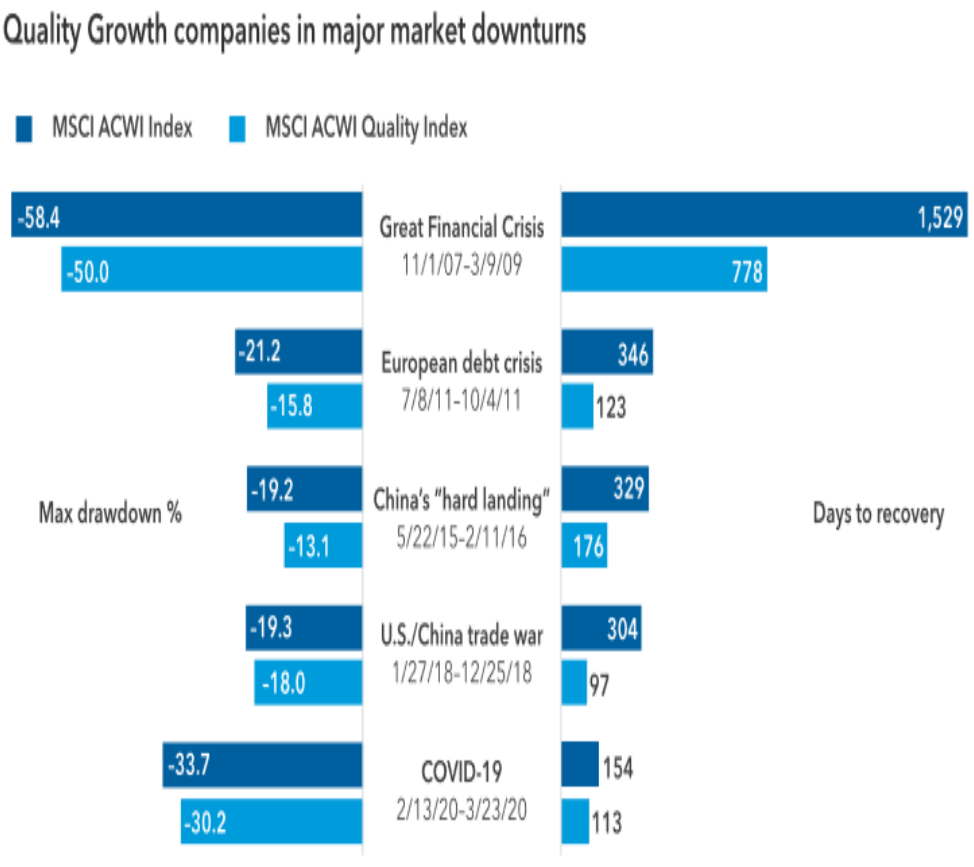
❖ **背景：新冠疫情爆发后，发达市场成长股和价值股表现分化加大。**

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疫情中的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



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；在不断升值的市场中运营；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。

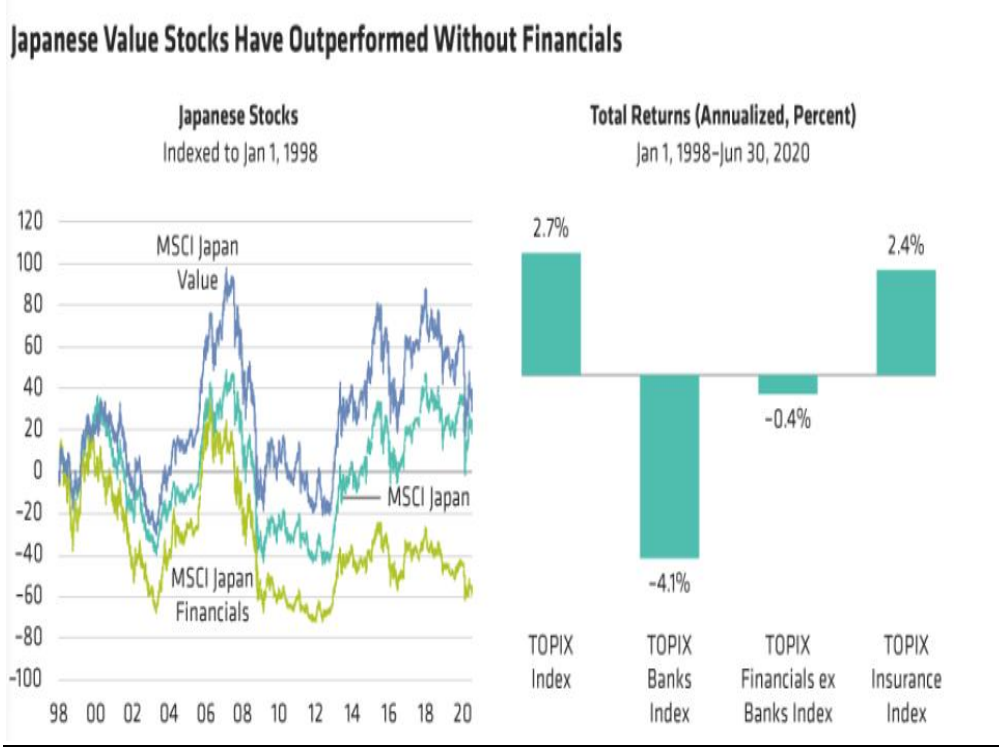
Capitalgroup 的 David Polak 和 Steven Sperry 还认为尽管成长型公司在市场低迷时期通常表现得相对较好，但重要的是要记住，它们之所以能有这样好的表现，在很大程度上取决于它们具有继续增长的能力，而许多其他的公司不具备继续增长的能力。因此，经济下滑的原因是一个重要的考虑因素，一些成长型公司在某些低迷时期可能会比其他公司表现更好。展望未来，在新冠疫情之后，一些潜在的受益者可能是从事视频流媒体和游戏、日用品/杂货配送、自动化和生物技术领域的企业。

❖ 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。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

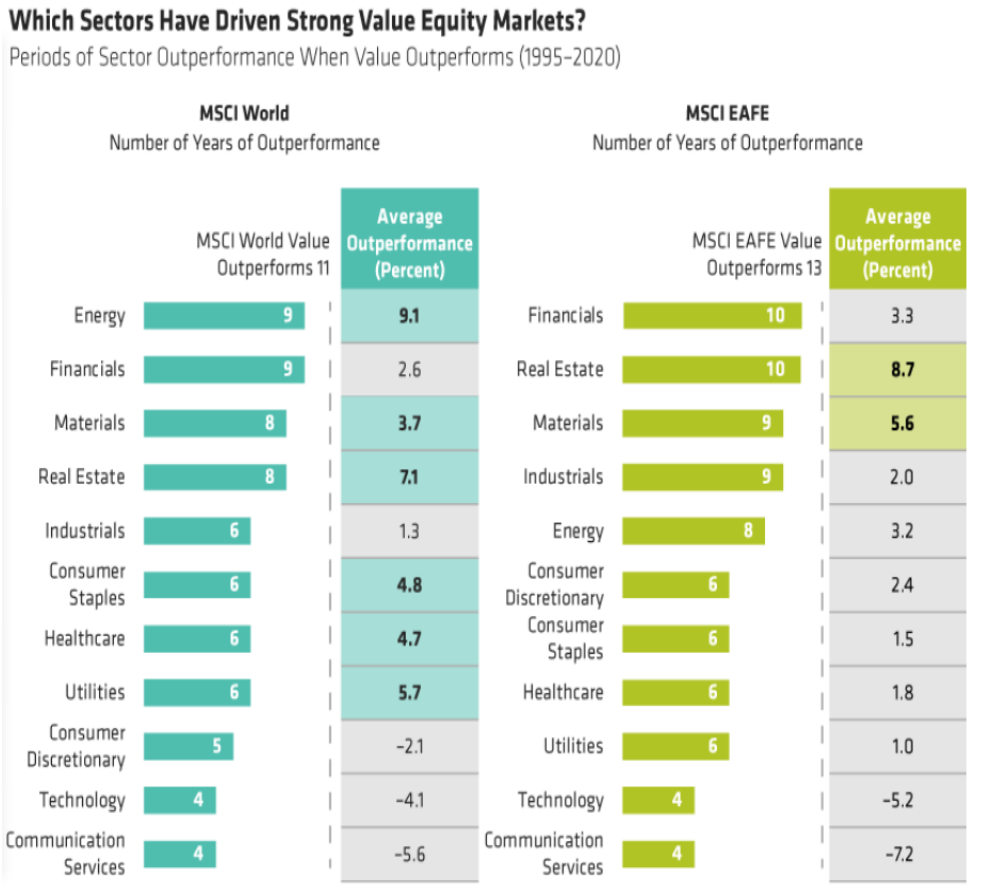
图 2： 剔除金融股的日本价值股表现出色



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



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

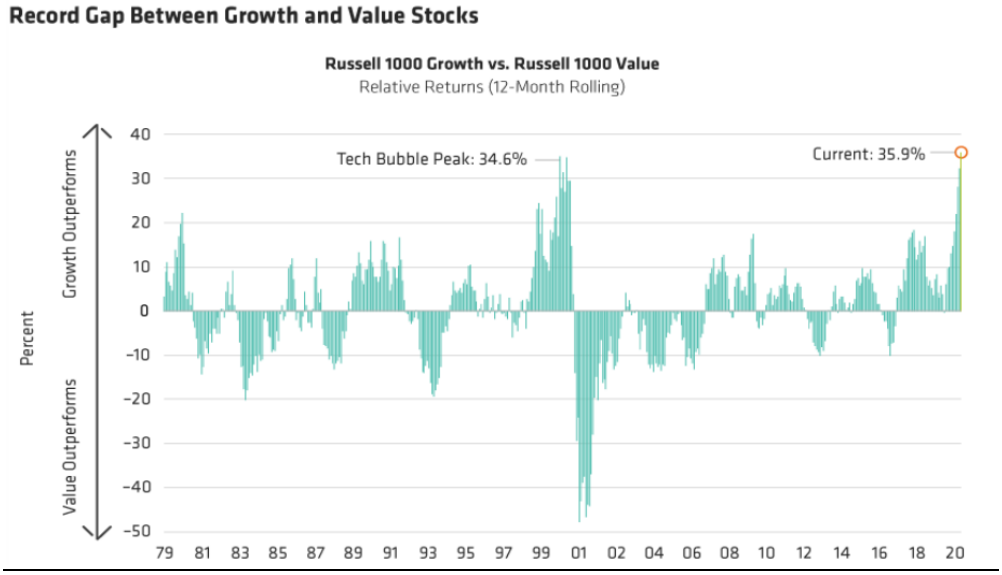
AllianceBernstein 的 Avi Lavi 还认为各行业的价值股仍面临诸多挑战。然而，价值股的交易价格也远低于成长股。截至 7 月底，基于价格/销售额、价格/现金流和价格/远期收益三项价值指标，MSCI 全球价值指数比 MSCI 全球成长股低 63%。过去的经验表明，在这个大打折扣的水平上，可能有很多被压抑的复苏潜力。投资者应瞄准更具弹性的业务、强劲的资产负债表和更好的盈利能力的高质量价值股票，以支持稳定的自由现金流。如今，在许多行业、部门和国家，都可以找到拥有极具价值的现金流和灵活的业务的公司。这为价值投资者提供了一个广泛的机会来寻找那些具有未被认可的复苏潜力的公司。通过今天找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

AlianceBernstein 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。

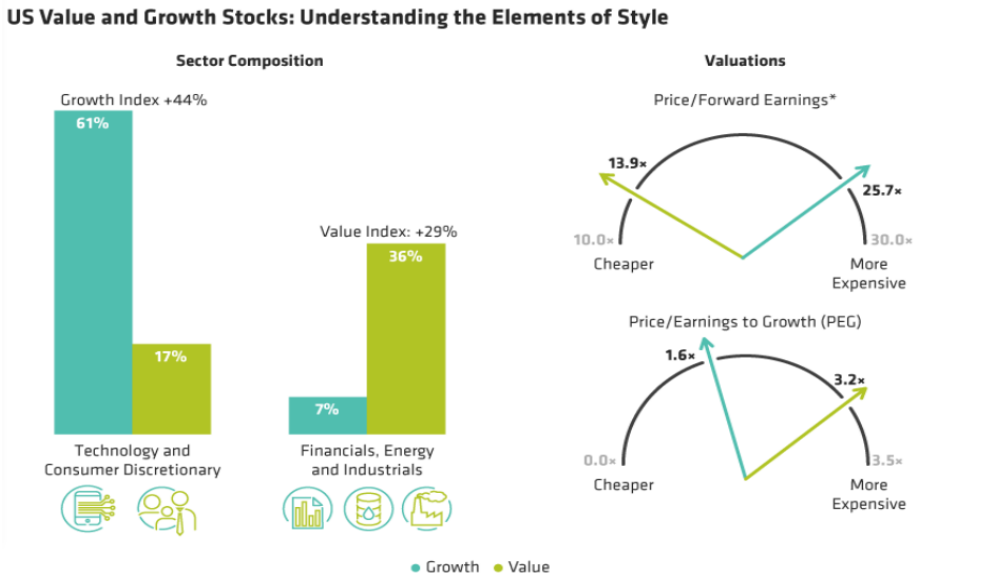
图 4： 美国成长股和价值股之间的差距



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

AlianceBernstein 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，在冠状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



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

AlianceBernstein 的 Robert Milano 认为在价值股和成长股之间做出过于简单的选择是不恰当的。虽然自新冠疫情开始以来，市场和宏观经济状况发生了巨大变化。也就是说，考虑到估值、宏观经济和监管风险（例如技术行业的潜在立法），波动性可能会持续加剧，市场风险也会更大。对于许多公司来说，尤其是价值股领域内的公司，由于这场疫情，人们对偿付能力的关注比平时要多得多。有些投资者在这两种类型中都能找到有吸引力的股票。资产负债表稳健、债务水平较低、不依赖经济周期增长的成长股公司是度过危机的良好选择；在价值股方面，估值具有吸引力、资产负债表和现金流质量较高的股票值得考虑。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Capitalgroup 的 David Polak 和 Steven Sperry 以及 AllianceBernstein 的 Avi Lavi 和 Robert Milano 发表于其官方网站的文章。

本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399