

2019年1月2日

2018年第四季回顧及展望

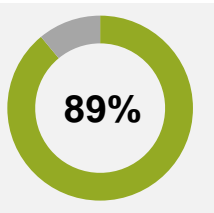
看好小型股的四大理由



Francis Gannon
聯席投資總監暨董事總經理

美國小型股 40 年來表現最差的季度之一

在2018年第四季，
羅素2000指數
成份股中
下跌股票的佔比



2018年最後三個月美國小型股指數下跌20.2%，這個跌幅有多嚴重？這次跌市的幅度、範圍以至速度雖未能創下紀錄，亦稱得上顯著。羅素2000指數內89%的成份股均在該季度錄得負回報，相比起2008年第四季度悲觀情緒籠罩的大跌市中，亦「只有」87%的成分股報跌。

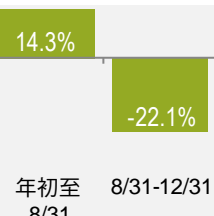
小型股指數在季內錄得成立40年以來最顯著的跌幅之一（過去160個季度中，只有六季表現較之遜色），而且範圍也最為廣泛。歷史上只有三季（1987年第四季、1990年第三季和2011年第三季）的下跌成分股佔比超過89%。

此外，季內波幅加劇。就羅素2000指數而言，單日變幅達1%以上的交易日佔54%，相比年內首三季則只有22%。當然並非只有美國小型股面對困境。環球股票不論市值大小，在第四季度均表現波動及受壓。

2018年：先甜後苦

市場表現
截然不同

羅素2000指數
2018表現



市場在2018年最後四個月反覆波動，令全年表現成為真正的先甜後苦。指數全年下跌11.0%，先後出現兩種截然不同的市況：首八個月升市，期內股價大致平穩上揚。然而，當羅素2000指數在2018年8月31日創下歷史新高後（年初至當日上升14.3%），小型股便開始出現回吐，但若計算年初至11月30日小型股仍錄得1.0%的升幅。

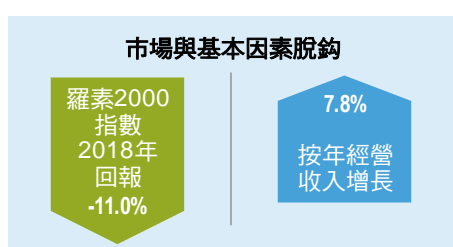
至12月份，羅素2000指數的下行趨勢顯著加強，該月急跌11.9%。年底前，羅素2000指數全部11個行業均於2018年第四季度內報跌，其中10個的全年出現負回報（只有公用事業勉強錄得正回報）。與商品相關的週期性行業（能源和物料）在季末及整個曆年出現最大跌幅，健康護理和工業亦於季內大幅下滑。總括來說，10個行業於季內錄得雙位數字的跌幅，若以2018年累積全年計，整體上有5個行業（能源、金融、工業、物料和房地產）出現雙位數字跌幅。

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

令人深感困惑的大跌市

市場在 2018 年普遍下跌，但情況並不只局限於美國，絕大部份海外市場亦告失守。自 2008 至 2009 年及 2011 年以來，環球股市從未出現類似 2018 年的狀況。然而，上述兩段時期均存在一個明顯的刺激因素。在 2008 至 2009 年，環球各地陷入經濟衰退陰霾，並受金融危機影響。在 2011 年，經濟衰退的恐慌持續不散，猶如受金融危機後遺症所滋長的病毒一樣肆虐。小型股過往下跌時（包括 2001 至 2002 年及 1998 年），亦同時出現經濟衰退或國際金融危機。

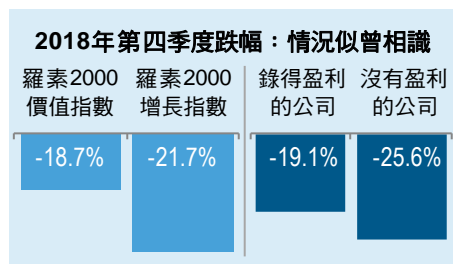
至今，雖然衰退風險確實存在，但直至年底也並無實現。因此，我們認為值得強調的是，當小型股下跌 20%或以上時，幾乎都同時出現經濟衰退、利潤減弱或金融危機，而 2018 年並無出現這些情況。



事實上，即使大部份經濟指標從高位回落，但仍然穩健向好。有跡象顯示樓市、汽車及近期消費信心放緩。聯儲局對部份地區前景的調查亦反映經濟減慢跡象，但並非收縮。

同樣重要的是，小型股的按年經營收入增長與 2018 年的回報脫鉤，反映主要基本因素優勢依然存在，但投資者似乎於拋售期間忽略了這一點。

跌市模式似曾相識



然而，雖然令人不快，但是次跌市在大部份方面都似曾相識：例如小型股的跌幅高於大型股，情況與不少熊市相符，因為小型股較大型股更早進入熊市區間（跌幅 20%或以上）。

小型股內，價值股表現勝於增長股，派息股的跌幅少於非派息股，而錄得盈利的公司則優於沒有盈利的公司，防守股至今亦較週期股優秀。上述所有情況基本上與歷史相符。

小型股的表現模式符合往績，這點使人安心（儘管面對短期壓力），亦增加我們對未來發展預測的信心。

經濟衰退還是風險重置？

在 2018 年底，市場價格似乎已反映經濟衰退的嚴峻局面，不論經濟衰退是源於本土因素，抑或是美國史上首次從中國、歐洲和日本輸入經濟放緩。儘管經濟仍可能於 2019 年出現衰退或顯著放緩，但我們反而希望強調的是，市場近期回吐似乎源於投資者以宿命論詮釋數據。

我們憂慮經濟可能陷入衰退（不論源於本土或海外輸入），是因為大市的動盪根本與經濟數據不符。雖然中國、歐洲及日本這些重要的經濟體明顯增長減慢，但並無出現衰退。

同樣地，孳息曲線倒掛產生憂慮並導致市場拋售，儘管曲線倒掛歷史上都必然預示經濟衰退（但並非成因），不過我們關注的是 2 年與 10 年期債券孳息曲線仍未倒掛，而過往當孳息曲線倒掛時，經濟收縮可以長達 20 個月之後才出現。

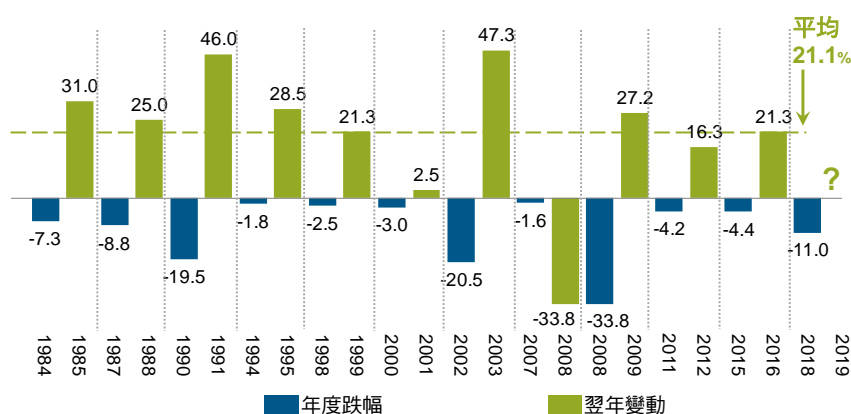
作為「由下而上」挑選小型股的投資者，我們更依賴對企業的所有所聞，多於宏觀數據和趨勢。有見及此，我們相信經濟和盈利增長可能在 2019 年減慢，但並非收縮。根據企業管理層提供的資料，以及我們進行的行業分析及供應管理協會數據，均反映適度的樂觀情緒，絕不是恐慌或慘況。

現時看好美國小型股的四個理由

1. 羅素 2000 指數在 2018 年報跌，是其歷史上第 12 個錄得跌幅的曆年。在過往 11 個曆年中，有 10 個在翌年錄得升幅，平均年回報率為 21.1%。（唯一例外的是 2007 年至 2008 年。）

羅素 2000 指數下跌是否買入訊號？

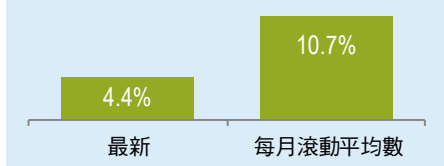
截至 2018 年 12 月 31 日，羅素 2000 指數下跌的曆年及翌年變動（%）



2. 從市場週期的角度來看，目前熊市階段會出現相似結果。在過去一年，小型股由先前高位下跌 20%或以上，是歷史上的第 11 次。綜觀過往 10 個 20% 以上的跌市，其中 9 個內，指數從高位下跌 20%的第一天起計算，隨後平均一年回報率為 19.4%。（例外的是 2008 年至 2009 年）。這些歷史例子顯示指數在 2019 年很大機會表現造好。

買入小型股的良機？

羅素 2000 指數五年平均年回報
(自成立以來)



3. 截至 2018 年 12 月 31 日，以總回報計，羅素 2000 指數的五年平均年回報率為 4.4%。經歷數季上升後，現時的最新數據顯著低於該小型股指數成立以來的歷史平均 10.7%（以五年平均每月滾動計）。這種轉變支持我們的觀點，即未來五年的表現可望優於過去五年（多年來首次出現這種情況），特別是對主動型的小型股投資者而言。
4. 現時小型股估值更為合理。由於小型股股價下跌和利潤上升帶來吸引力，根據我們偏好的企業價值／息稅前利潤指標（撇除虧蝕公司的中位數），羅素 2000 指數的估值從 2017 年 12 月 31 日的 19.5 倍，下降至 2018 年 12 月 31 日的 16.4 倍。

我們認為，儘管許多小型股持有龐大債務及／或缺乏盈利，但羅素 2000 指數於年內仍創歷史新高，小型股的回報已高於基本因素可支持的水平。在 2018 年第四季度，市場表現似乎特別恐慌，導致過度調整，因此在許多情況下，基本因素（例如經營收入增長）較估值所反映的更為強勢。

主動型投資經理的機會 — 動用資金入市

小型股大特價？

從過去52週高位
下跌%

羅素2000
指數
成份股
平均表現

-37.2%

雖然熊市帶來不少挑戰，但我們作為主動型投資經理，亦慶幸我們的投資組合管理團隊擁有充足的跌市投資經驗。我們認為，深入了解過往調整時期的市場動態十分重要。

在市場調整的過程中，我們一直致力把握各行各業展現的吸引長線買入機會，例如從事能源服務、休閒車零件、基建、激光光子學、貨運、銀行、門診健康護理設施和半導體資本設備的企業。羅素 2000 指數成份股從過去 52 週的高位平均下跌 37.2%（直至 2018 年 12 月 31 日），考慮到這一點，相關調整已令股價跌至吸引的水平。

我們持續看好我們最熟悉，並深信能有效應對逆境的公司。

踏入 2019 年，我們對相關企業充滿信心，因其普遍現金流穩健、估值適中、管理得宜和前景向好。這些企業看來最有能力抵禦現時更為動盪和不明朗的環境。

布蘭迪環球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是環球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,416 億美元*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過 100 年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年11月30日。

Frank Russell Company (「羅素」) 提供和擁有與羅素指數相關的商標、服務標記及版權。Russell®是 Frank Russell Company 的商標。羅素及其認可方均不對羅素指數和／或羅素評級或其相關數據中的任何錯誤或遺漏承擔任何責任，且沒有一方可依賴本文中包含的任何羅素指數和／或羅素評級和／或其相關數據。未經羅素明確的書面同意，不得進一步分發羅素數據。羅素不會宣傳、贊助或認可本文的內容。本文所引用的指數都是非管理和市值加權的。羅素2000指數是一項當地小型股指數，量度羅素3000指數內2,000家規模最小的美國上市公司的表現。羅素2000價值和增長指數分別涵蓋羅素2000指數內、由Russell Investments釐定的價值和增長股。鑑於不可直接投資於一項指數，故指數表現並不確實代表任何特定投資。

行業權重使用環球行業分類標準(「GICS」)。GICS由標準普爾金融服務有限責任公司(「S&P」)和MSCI Inc.(「MSCI」)開發，並且是其專有財產。GICS是標準普爾和MSCI的商標。「環球行業分類標準(GICS)」和「GICS Direct」是標準普爾和MSCI的服務商標。

週期股和防守股的定義如下：週期股：非必需消費品，能源，金融，工業，資訊科技和物料。防守股：基本消費品，健康護理，房地產，電訊服務，公用事業。

重要資訊

資料來源：銳思投資及美盛，截至 2019 年 1 月 2 日，除非另有說明。本文件乃根據銳思投資(美盛的子公司)的意見擬備。本文件為 Francis Gannon 截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本檔並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。**投資附帶風險**，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售檔，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本檔如在澳門派發，僅限分銷商使用。

本檔提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與美盛整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工(總稱「美盛」)不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本檔乃保密和屬專有資訊，除預期使用者外不得使用。本檔在未取得美盛的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未於香港經香港證券及期貨事務監察委員會或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

HK1901002