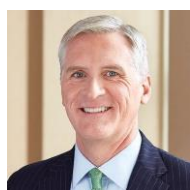


2020年第二季度小型股回顧 非常時期的典型反彈



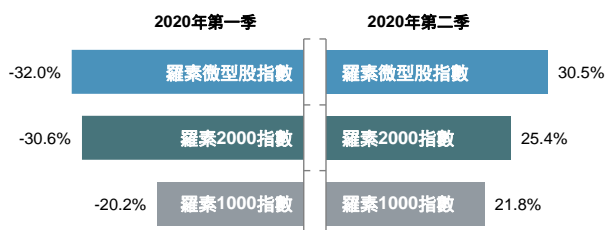
Francis Gannon
特許財務分析師
聯席首席投資總監
暨執行董事

環球股市在 2020 年第二季度顯著反彈，強勢收復 3 月中因應新冠肺炎疫情而封城並出現的大市低位。在次季，反映小型股表現的羅素 2000 指數升 25.4%，扭轉第一季度有史以來最差的季度表現，成為指數成立 40 多年以來表現最佳的三甲季度之一。

儘管市場持續波動，而且投資者相當擔憂經濟狀況，但股票表現與以往衰退時期曾出現的歷史性反彈情況一致。全球公共健康危機無疑是一個前所未有的跌市成因，但隨後的股票走勢與歷史高度吻合：微盤股表現領先小型股，而小型股表現優於大盤股。這個熟悉的復蘇模式，在短期前景仍不確定的環境下，為我們注入一定的信心。

對比圖：2020 年季度回報（按市值）

2020 年第二季度升幅幾乎抵銷了第一季度的跌幅



資料來源：彭博，截至 2020 年 6 月 30 日。過往表現不代表未來結果。本資料僅供說明用途，不反映實際投資回報。

還有其他例子可以說明市場從 2020 年首季到次季的「掉頭」走勢。表現領先和落後的行業也出現相反情況：公用事業從榜首跌至榜尾；非必需消費品業則正好相反，由次末晉身成表現最佳的行業。

經歷 2020 年第二季的強勁反彈後，小型股接下來又會如何？

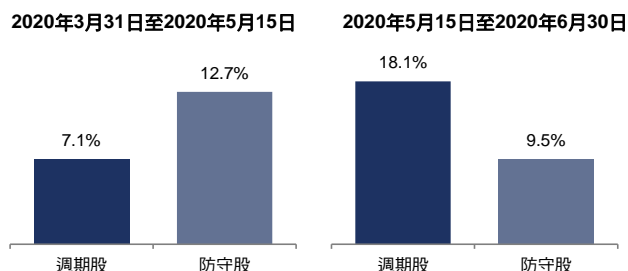
陌生的日子中有熟悉的現象

同樣讓我們感到鼓舞的是，到目前為止，當前的異常現象首先局限於全球公共衛生危機，此觸發了熊市；其次只限於股價升跌的極端速度。大小不同市值公司的回報和歷史的表現都吻合，而其他因素（包括週期性和認知風險）亦符合我們在第二季度的預期：週期性行業表現勝過防守性行業；高槓桿股優於低槓桿股；低質股（以股本回報率計）的表現逐漸緊貼優質股；不派息股領先派息股。

在跌市初期，投資者似乎最擔憂環球經濟和金融體系狀況，後者已令市場喚起金融危機的慘痛記憶。聯儲局為市場注入充裕的流動資金，快速消除投資者對後者的擔憂，有助大市在 3 月中開始回穩。儘管隨後的經濟消息未見向好，但所引起的擔憂已遠不及預期，並帶動市場大致從 5 月中開始見底回升。隨著投資者的認知在 5 月份改變，週期股表現超越防守股，令小型股內的排名形勢出現變化。

領先地位在季度內出現變化：週期股對比防守股

羅素 2000 指數內的週期股初期表現落後，但在 2020 年第二季度強勢上升，跑贏防守股。



資料來源：彭博，截至 2020 年 6 月 30 日。過往表現不代表未來結果。本資料僅供說明用途，不反映實際投資回報。

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。

近期市場的升勢已令部分投資者卻步。他們質疑在經濟仍然顯得低迷的時期，股價如何繼續攀升。不過，這也符合歷史情況。大市一般具有前瞻性，更關注未來事態發展而非當下形勢。2009年的情況正是如此：當時股市在3月份見底，但經濟衰退一直持續到同年6月份才結束。

價值股何去何從？

與2020年次季的典型市場行為相比，價值股的表現屬例外，使人感到疑惑。不論是微型股以至大型股，價值股的表現都明顯失色。在市場復蘇還是下跌期間，價值股的回報都落後於增長股。此遜色表現，導致其過去十年大部分時間的相對表現更進一步令人失望，只有2016年例外。

價值股持續落後，扭轉了八十年代以來的固有模式——在三年或更長的時期內，價值股通常表現優於增長股。價值股表現遜色的其中一個原因可說是環境不利，尤其是低息和經濟增長緩慢平穩的環境一般利好增長股，利淡價值股。另外，基本因素也帶來影響。整體經濟日益偏重以概念及／或輕資產業務，而佔價值股領域較高比重的重資產業務模式則顯得格格不入。不過，即使整體小型價值股的前景好壞參半，主動型投資經理仍可挑選估值偏低且極具吸引力的良機。

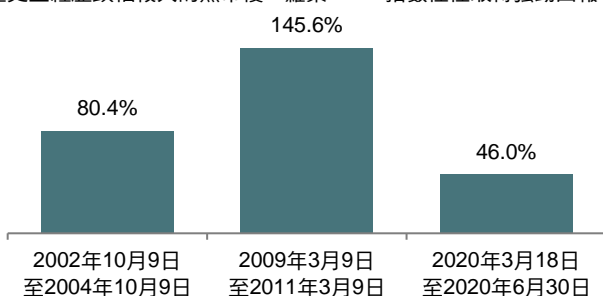
投資展望：差異 = 機遇

另一個值得留意的是，當納斯達克指數在6月底再創新高時，羅素2000指數仍遠低於2018年8月份的高位，差距達14.9%。我們認為這個落差十分重要，可能令部分投資者錯誤相信小型股已經見頂，對投資於這類資產感到猶疑。雖然其他市場領域顯得過熱，但小型股卻未見跡象，尤其在考慮個別小型公司的時候。

對比小型股最近兩次急跌後回升的情況，投資者或可得到一點啟示，即分別在2000年到2002年，以及2007年到2009年。綜觀這兩段期間，小型股在跌至低谷後的兩年計分別反彈80.4%和145.6%，升幅遠超自2020年3月18日的低位直到6月底、羅素2000指數累計46.0%的反彈幅度。因此，根據歷史表現和目前的市場週期，小型股可望仍有上升空間。

小型股熊市反彈

歷史上經歷跌幅較大的熊市後，羅素2000指數往往取得強勁回報。



資料來源：彭博，截至2020年6月30日。過往表現不代表未來結果。本資料僅供說明用途，不反映實際投資回報。

儘管我們對個別小型股的前景感到樂觀，但也預期在目前不確定性加劇的市況下，這類資產表現仍然非常反覆。在過去四個月的各月份中，VIX 波幅指數平均每日都處於30以上的歷史高位。波動性可能跟過去數月的模式一樣，三不五時因新冠肺炎或經濟數據相關的媒體消息而大幅飆升。此外，市場越來越關注美國11月份大選和隨後可能出現的政策變動，尤其是對Facebook與Google等科技巨擎的監管方面，這也可能令未來數月的波動性擴大。

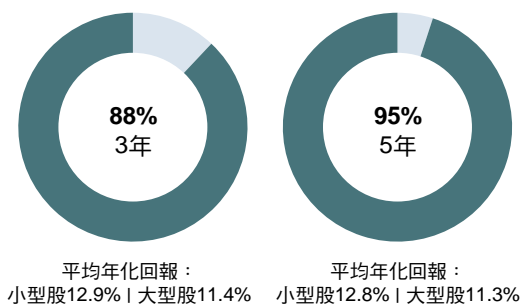
不明朗的短期觀點相對於清晰的長期觀點

可以肯定的是，未來六到九個月的短期前景無法室釐清，這種情況並不常見。因此，不少投資者似乎主要根據媒體消息進行投資，看來不會考慮太多今年底之後任何時期的狀況，但這卻不令人意外。

在短期投資世界思考長遠計畫，通常為嚴謹的主動型投資經理締造未來三至五年的優勢。同樣重要的是，在過去三年或更長期的大部分時間內，小型股均實現正回報。根據美國芝加哥大學證券價格研究中心（Center for Research into Security Prices）的資料顯示，從1945年到2020年5月31日止，小型股在三年期取得按月滾動正回報的比率為88%，而五年期則為95%。

風險不如您想像的那樣高

自1945年12月31日至2020年5月31日，小型股取得按月滾動正回報的比率



資料來源：彭博，截至2020年6月30日。過往表現不代表未來結果。本資料僅供說明用途，不反映實際投資回報。小型股（「證券價格研究中心6-10」）取得按月滾動正回報的月份數目：三年（858個月內有756個月）；五年（834個月內有793個月）。大型股（「證券價格研究中心1-5」）取得按月滾動正回報的月份數目：三年，88%（858個月內有759個月）；五年，93%（834個月內有775個月）。

如果我們暫時假設，小型股在2020年3月觸底的情況不變，我們認為實力最強、管理最完善的小型公司擁有相當可觀的增長潛力，可擺脫當前環球充滿挑戰的環境，進一步壯大並在未來數年取得佳績。這類公司涉足電子商貿、物聯網和在家辦公科技等領域，通常從事半導體和相關零件的業務。我們也看好製造休閒旅行車和遊艇零件的公司，保持社交距離措施改變了旅遊度假的習慣，令這類公司從中受益。此外，

我們認為參與併購和企業重組的公司穩佔優勢，可受益於中期增長加速的潛力。

近期市場波動和前景不確定，可能促使投資者在投資小型股時舉棋不定。相反，我們建議投資者應展望未來數年的發展。雖然經濟復蘇的形態和時間還是未知之數，但我們相信小型股可望取得更高盈利，根據往績顯示，這往往推動股價走高。取態嚴謹和保持耐心的投資者目前投資於小型股，有望在未來數年獲享收成。

重要資訊

資料來源：美盛及銳思投資。本文件乃根據銳思投資（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為銳思投資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。本文件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文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在澳門派發，僅限在澳門的分銷商使用。

本文件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，投資組合經理與公司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／基金並不構成賣買證券的建議，而有關證券／基金的資料並不足以用作制定投資決策。基金分配、持有及特性可隨時更改。過往數據可能不時經數據提供者重新調整而不作另行通知。本文件所載數據乃美盛根據相信可靠的資料來源擬備，但並不保證資料的準確及完整性。美盛、其關聯公司及人士、高級人員或董事可能就本文件所載的證券的認購或出售有利益關係。

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。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件在未得到美盛香港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。

HK2007055