



放眼市场 | 特辑

冬狮

在1930年至2010年期间，小盘股曾在六段时间内跑赢大市并在整个期间带来大幅优于大盘股的表现。然而自2010年来，小盘股与价值股、非美国股票并列成为表现不佳的「苦难三兄弟」投资组合策略。虽然利润基本面的不理想阻碍了小盘股长期跑赢大盘股，但是小盘股正处于21世纪最便宜的水平，并且有望受益于潜在的市场和政策催化因素。第一，先讨论CrowdStrike中断事件。

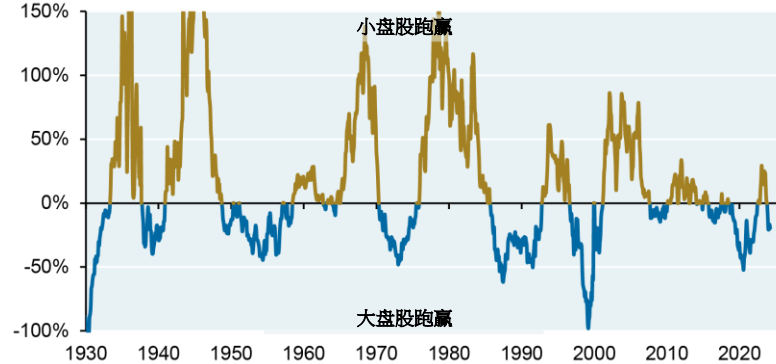
作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根资产及财富管理市场及投资策略部主席

《冬狮》：小盘股跑输大市和潜在催化因素；CrowdStrike 中断事件

您应该原谅在 2010 年资本市场预测中错误地认为美国小盘股会跑赢美国大盘股的资产配置者。如图表一所示，在 1930 年至 2010 年期间，「小盘股异常」大幅跑赢大市。期间，小盘股曾在六段时间内跑赢大市，而最近的一次至今已超过 15 年。

小盘股指数与大盘股指数回报

小盘股与大盘股的3年滚动表现对比

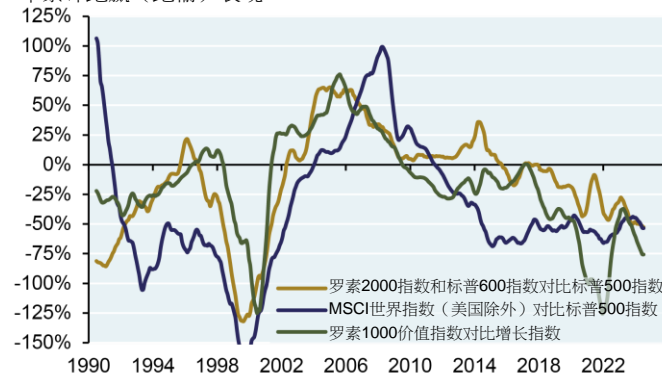


资料来源：SBB Ibbotson、摩根资产管理，2024年7月

「苦难三兄弟」。自 2010 年以来，小盘股一直是跑输大市的三大投资组合策略之一，另两项分别为大盘价值股跑输增长股以及非美股跑输美股。上述三项不受欢迎的策略其估值均处于 20 年最低水平，但其中理由充分：盈利增长不敌美国大盘股。

苦难三兄弟：相对跑输

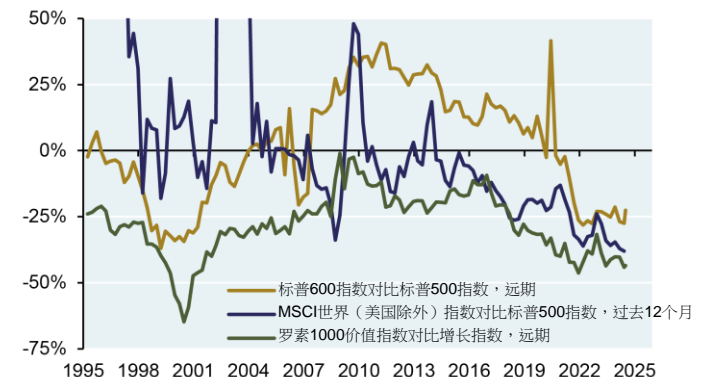
5年累计跑赢（跑输）表现



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

苦难三兄弟：相对估值

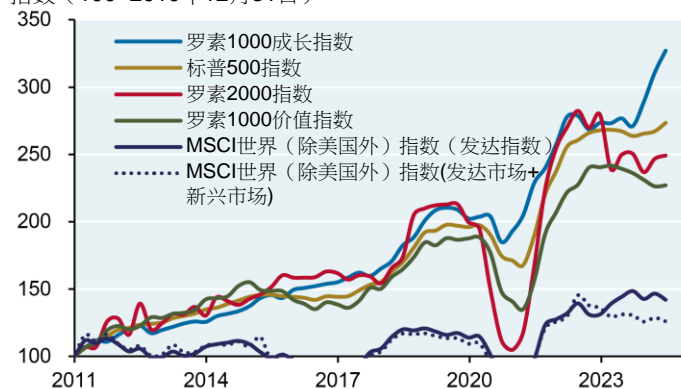
相对市盈率溢价（折价）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日。Fwd=12个月远期，LTM=过去12个月

企业盈利增长

指数（100=2010年12月31日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年第二季度

美国例外论：如左图所示，不论我们是否计及新兴市场国家，非美股[以 MSCI 世界（除美国外）指数为代表]在过去十年的盈利状况都是一塌糊涂。在上述跑输大市的三项策略中，我认为美国小盘股的前景优于另外两项。

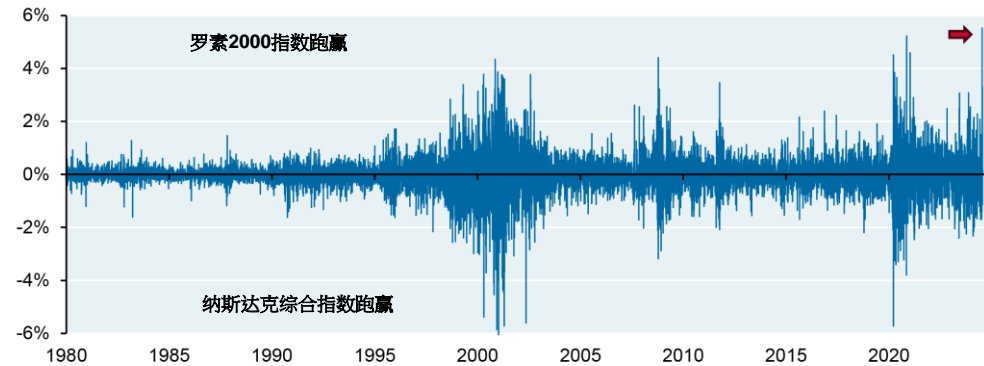
《冬狮》，1968 年。《权力的游戏》前传：影片讲述公元 1183 年圣诞节，彼得·奥图饰演的英格兰国王亨利二世与其三名儿子以及遭软禁的埃莉诺王后同聚一堂，试图建立继承顺序。

一切都有代价。6 月份 CPI 报告表现疲软，纳斯达克指数随即下跌 2%，而罗素 2000 小盘股指数则上涨 3.6%，为 40 多年来小盘股跑赢大盘股幅度最大的一天。这只是单日的交易，而在估值存在巨大差距之际，这可能反映投资者正在对原先一系列大型的持仓进行平仓。糟糕的小盘股基本面（特别是类似于罗素 2000 指数的投资组合）可能会令小盘股无法第七次取得持续跑赢大市的表现，但对于考虑小盘股的多元化投资者，如今的估值是 21 世纪最低的进场点位。

关于小盘股的另一件事，涉及政治。特朗普曾提到可能会对中国和全球其他地区征收更高的关税（受伤害最大的通常是大盘股），同时万斯对莉娜·可汗(Lina Khan)领导的美国联邦贸易委员会给予了积极的评价（尽管她领导的部门几乎输掉其发起的所有反垄断案）。如果第二届特朗普政府加征关税，并加大对大盘科技股的反垄断执法力度，则即便在美国股市可能整体下跌的情况下，小盘股的相对价值都有可能获得提振。在文章开始前，我想先就 CrowdStrike 造成的大范围中断及其对 2024 年网络安全的启示探讨一二。

小盘股与纳斯达克每日回报率比较

每日超额总回报，罗素2000-纳斯达克综合指数，每日



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月21日

岑博智(Michael Cembalest)

摩根资产管理

目录

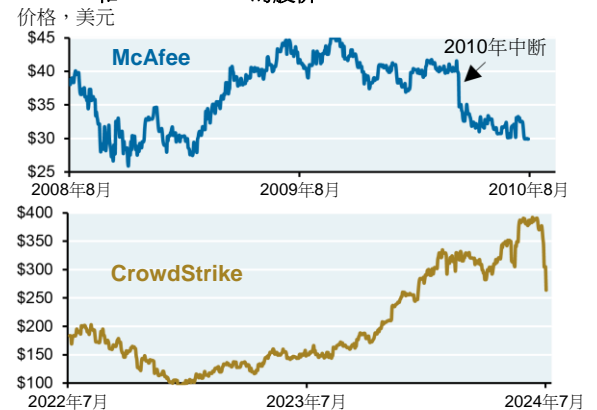
- CrowdStrike 中断事件3**
- [1]美国小盘股：盈利能力远低于大盘股，并承受着高于大盘股的利率风险4**
- [2]小盘股指数：标普 600 指数与罗素 2000 指数5**
- [3]追根溯源：美国大盘科技股与小盘科技股之间的表现差距6**
- [4]目前美国小盘股的估值有多低？以三种不同的指标来衡量都非常低.....7**
- [5]虽然美国小盘股跑输美国大盘股，但仍跑赢全球其他地区8**
- [6]近期小盘股跑输大盘股主要是发达市场现象8**
- [7]管理人的出色表现能否弥补小盘股跑输大盘股的差距？9**
- [8]总结：小盘股数据来源和经济衰退前后的小盘股表现.....10**

CrowdStrike 中断事件

考虑到 **CrowdStrike** 弄巧成拙的软件更新所导致的系统中断，7月19日完成这篇文章真是一场冒险。一家网络安全公司指出，「**CrowdStrike** 对全球商业造成的破坏超过了所有勒索软件运营商的总和」，同时一名前联邦调查局反间谍特工表示，这是 **CrowdStrike** 「质量控制的严重失败」。更多来自幕后的信息如下¹：

- 一切都是「内核」访问造成的。内核指一个操作系统的核心，并且在一个非常重要的方面不同于「用户空间」。一旦某个软件程序获授予内核访问权限，该程序一般就能不受限制地运行，如果该程序崩溃，电脑也会随之崩溃。在用户空间运行的软件可能会崩溃，但不会终止电脑的运行能力
- 在 **Windows** 系统中，网络安全软件通常会获得访问内核的优先权限。这可追溯到 2000 年代中期，当时 **Symantec** 和 **McAfee** 曾向微软施压，要求微软允许其获得访问权限（而不是将网络安全任务限定给微软自带的网络程序 **PatchGuard**）
- 微软要求在内核中运行的软件驱动程序在获得 **Windows** 硬件质量实验室认证之前必须经过大量测试，但 **CrowdStrike** 显然已就其驱动程序的若干更新开发出一种绕开此要求的应变方案。**CrowdStrike** 创建了软件使用的动态定义文件，因而每次更新都不需要获得认证。这些定义文件除了指向文件名外，还能包含可执行代码。因此，诸如该等文件中的空指针引用或参数验证不充分等情况可能会使电脑崩溃，因为内核函数会调用这些引用和参数
- 简而言之，**CrowdStrike** 的错误听起来有点令人震惊：**CrowdStrike** 创建了一个有缺陷的驱动程序定义文件，并在没有与之进行正确测试的情况下一次性而非分批地将该文件推广到他们的整个客户群。结果如何：全球 800 万台（！！）电脑崩溃
- 为何苹果电脑和 **Linux** 电脑未受影响？苹果禁止第三方开发者获得内核空间的访问权限，而 **Linux** 驱动程序更新显然经过更彻底的测试
- 我不明白联邦贸易委员会主席莉娜·可汗在说什么。莉娜·可汗从中断事件中得出的结论是，「集中造成脆弱的系统」。这很奇怪，因为微软决定向第三方开发者开放内核才是这次事件的根本原因。同样奇怪的是，**CrowdStrike** 只在 1% 的 **Windows** 个人计算机上运行，这一点都不集中。我倾向于认为，莉娜·可汗会把芝加哥熊队在 2018 年外卡系列赛中错失双分球归咎于市场集中
- 早在中断事件发生之前，就有证据表明 **CrowdStrike** 的 **Falcon Sensor** 软件更新有点不对劲。6 月份企业应用软件公司红帽(**Red Hat**)曾发出报告，称 **CrowdStrike** 的更新导致 **Linux** 机器崩溃，造成类似于微软「蓝屏死机」的「内核恐慌」。
- 这种情况在之前曾发生过。2010 年，**CrowdStrike** 的首席执行官是 **McAfee** 的首席技术官，当时该公司发布了一个更新，错误地将一个合法的 **Windows** 文件标记为受病毒感染。该错误导致医院、学校和政府机构的电脑陷入瘫痪。**McAfee** 当天市值缩水 40%，并派遣约 4,000 名员工乘飞机帮助受影响的客户恢复系统
- 出现失误后竞争对手都会落井下石。2023 年，美国政府发布一份报告，指责微软造成了「一连串安全故障」，**CrowdStrike** 的首席执行官借此机会抨击微软以吸引新客户，表示「微软安全客户群中的安全和 IT 团队存在信任危机」。真是因果报应……

McAfee和CrowdStrike的股价



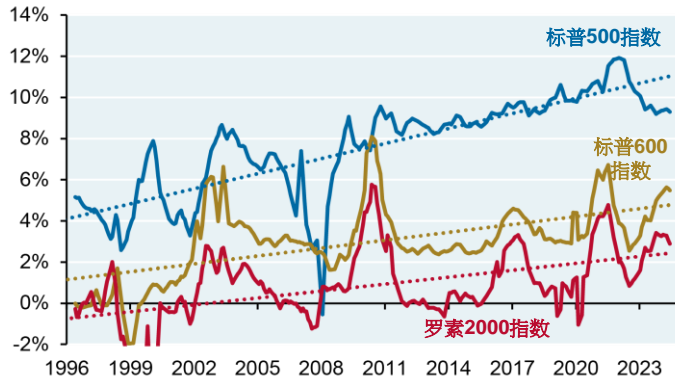
¹资料来源：彭博、Stratechery、Register.com、戴夫·普卢默（Dave Plummer，前微软工程师，任务管理器的创造者）

[1]美国小盘股：盈利能力远低于大盘股，并承受着高于大盘股的利率风险

相对于美国大盘股，美国小盘股：**(a)** 自由现金流利润率较低；**(b)** 负盈利的公司更多；**(c)** 投资资本回报率²较低；**(d)** 付息债务较多；**(e)** 债务现金流比率较高；**(f)** 利息支出现金流比率较高；**(g)** 约有 70% 的债务在未来 5 年内到期，而大盘股的这一比例则为 45%。如果您在寻找美国小盘股的价值，这些指标不尽人意。

自由现金流利润率：大盘股对比小盘股

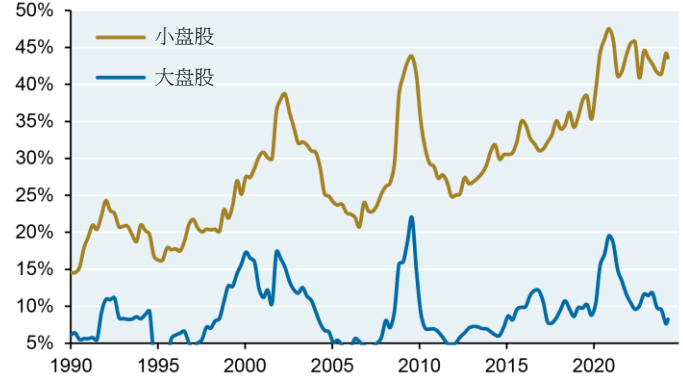
自由现金流利润率，3个月平滑



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年6月

负盈利公司（按规模划分）

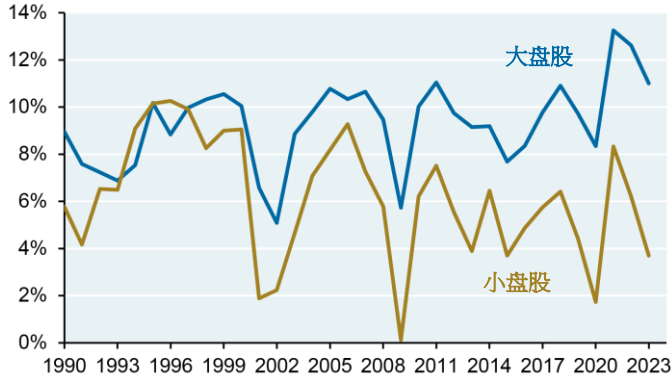
过去12个月盈利为负的公司占比



资料来源：Factset，摩根资产管理。2024年5月15日。

美国大盘股和小盘股的整体投资回报率

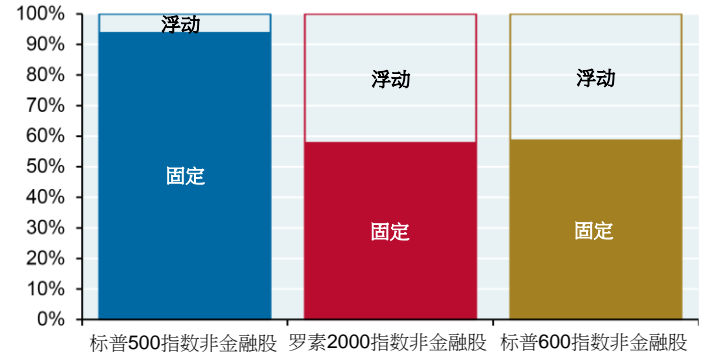
百分比，投资资本回报率



资料来源：「股市集中度」，摩根士丹利，2024年6月4日

固定和浮动利率债务

债务份额



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月8日

小型和大型公司的净债务与EBITDA之比

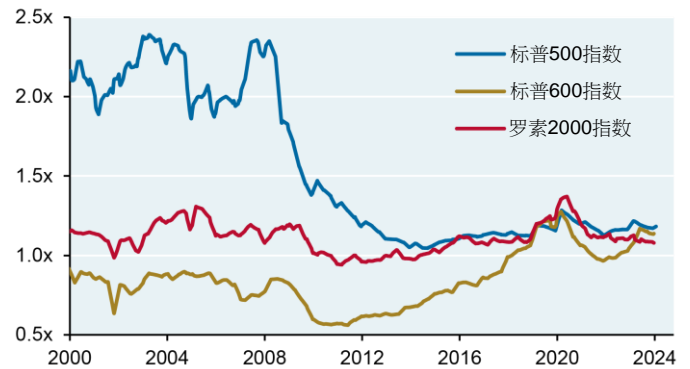
比率（90天移动平均线）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月7日

小型和大型公司的总债务与股权比率

比率（90天移动平均线）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月7日

²ROIC = 税后净营业利润除以权益和付息债务（债务和权益创造利润的效率）；EBITDA = 税息折旧及摊销前利润

下面两张图表展示了自 2010 年 12 月以来小盘股的累计表现和滚动表现跑输大市的情况。我们使用罗素 2000 指数和标普 600 指数代表美国小盘股，对此我们稍后再作解析。

2011年以来大盘股和小盘股表现

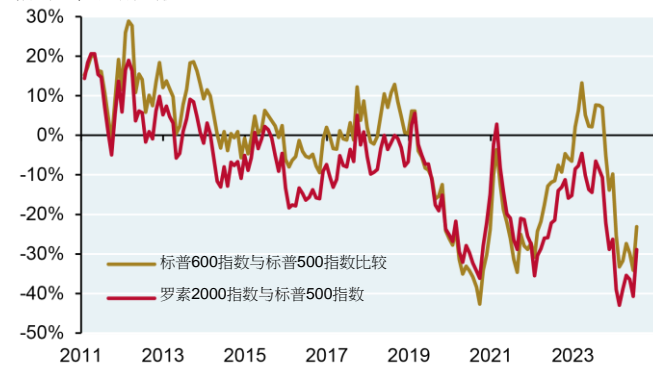
总回报指数 (100=2011年1月1日)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月21日

小盘股与大盘股的滚动表现比较

相对3年滚动回报



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月19日

[2]小盘股指数：标普 600 指数与罗素 2000 指数

小盘股在美国市值中仅占一小部分。即使在巅峰时期，小盘股也仅占标普 1500 指数的 4.5%；目前，该比例仅为 2.5%。标普 600 指数与罗素 2000 指数是最常用的美国小盘股基准指数。

标普 600 指数每季度进行再平衡，是一项质量较高的指数。此外，在纳入指数时，一家公司最近的盈利和过去四个季度的盈利必须为正，并且该股必须符合特定的换手率标准。罗素 2000 指数包括纯粹按市值划分的小盘股（不设盈利或换手率标准），每年进行再平衡。

主要区别：

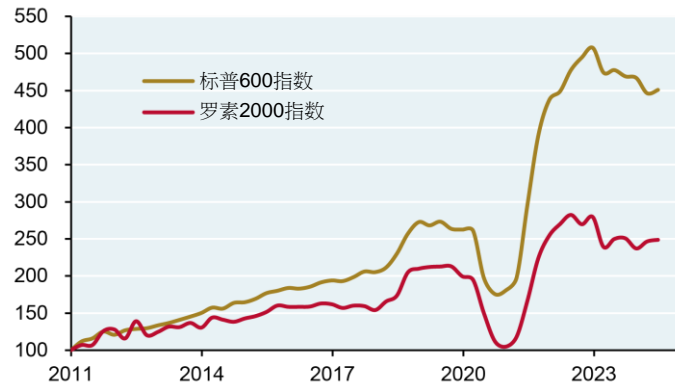
- 过去 12 个月净收益为负的指数成份股占比：标普 600 指数为 23%，罗素 2000 指数为 42%
- 市值中位数：标普 600 指数为 18 亿美元，罗素 2000 指数为 9.25 亿美元
- 标普 600 指数的估值低于罗素 2000 指数（市净率、企业价值倍数、股价现金流比率、市盈率）
- 标普 600 指数成份股的盈利增长快于罗素 2000 指数（见下文）

相似点：

- 自 2002 年以来年换手率高于 100%的指数成份股占比：标普 600 指数 70%，罗素 2000 指数 67%
- 新冠疫情衰退期间 50 天年化指数波幅峰值：标普 600 指数 84%，罗素 2000 指数 84%
- 相对于大盘股，分析师的覆盖范围同样较低（见下文第二张图表）

企业盈利增长

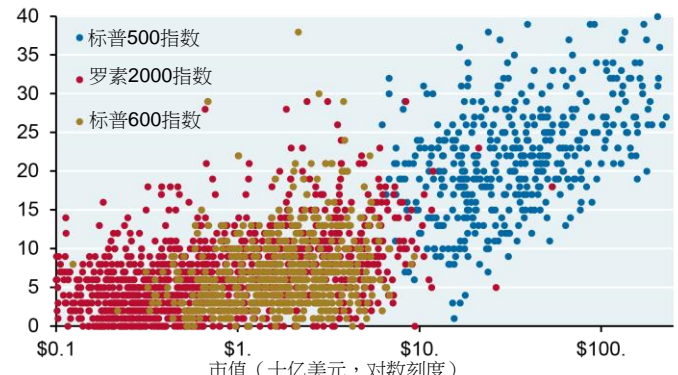
指数 (100=2010年12月31日)



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年第二季度

分析师覆盖率与市值比较

分析师人数



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年6月18日

[3]追根溯源：美国大盘科技股与小盘科技股之间的表现差距

小盘股投资者可将其跑输大市的表现主要归咎于表现严重落后于大盘科技股的小盘科技股。自 2010 年 12 月以来，大盘科技股录得的回报是小盘科技股的三倍，这种领先表现大部分在 2019 年之后才出现。对此，还有一种直观的表现：小盘科技股的指数权重持续下降，而大盘科技股的权重则不断上升。

大盘股与小盘股科技板块表现比较

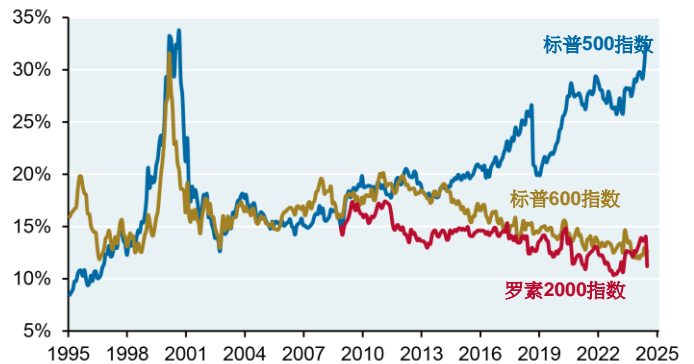
总回报指数（100=2011年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月21日

大盘股与小盘股科技板块权重比较

指标权重

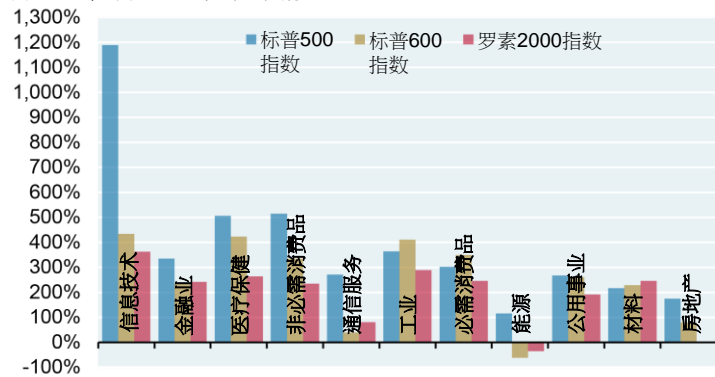


资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

小盘股板块跑输大市的情况不止于科技股。自 2010 年 12 月以来，在金融、医疗保健、非必需消费品、通信服务和能源等板块中，大盘股同样跑赢小盘股。自 2010 年以来，任何小盘股板块其实都没有大幅跑赢大盘股，特别是就罗素 2000 指数而言。下面两张图表显示自 2010 年 12 月以来按板块划分的表现和目前的板块权重。

板块表现：大盘股与小盘股比较

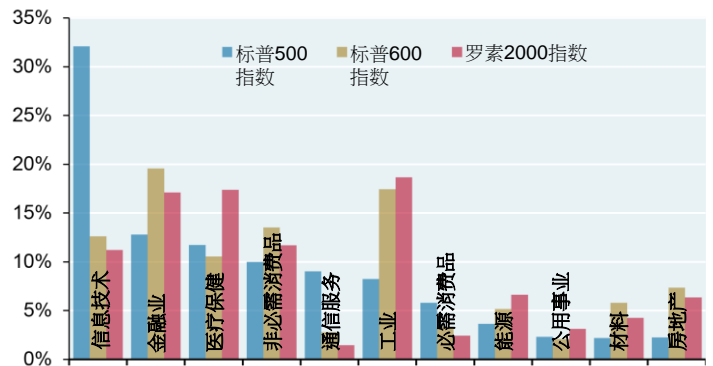
自2011年1月1日以来的总回报



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

板块权重：大盘股与小盘股比较

各指数板块权重



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

部分观察者认为，美国小盘股跑输大盘股的原因在于，公司较长时间保持私有化，然后才以中型或大型公司而非小型公司的身份上市。就科技股而言，我们找到了一些证据来支持这样的观点。科技股完成 IPO 的平均时间从 2009 年之前的 8 年左右上升到 2021 年的 12 年左右，此后 IPO 活动在 2022/2023 年度大幅减少。此外，直至 2017 年，小 / 微盘科技股的 IPO 占比达到 70% 左右，此后该比例降至 30% 左右（见第 10 页的图表）。然而，虽然这种情况发生在科技板块，但从所有 IPO 来看，完成 IPO 的时间和大盘股的 IPO 占比基本没有变化。

[4]目前美国小盘股的估值有多低？以三种不同的指标来衡量都非常低

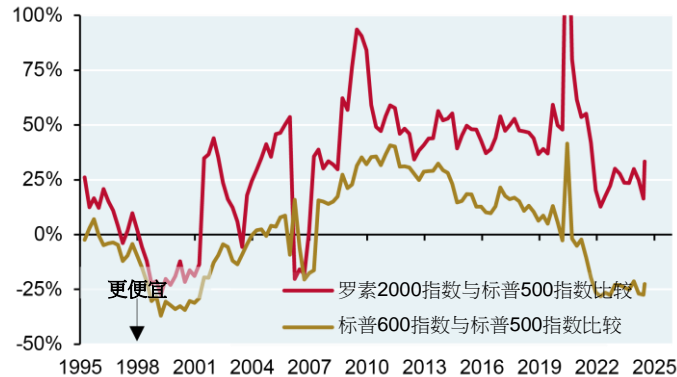
回答这个问题涉及相互冲突的数据来源和方法，因为不存在「正确」答案。下文讨论的三种方法都表明，小盘股极其接近其过去 20 年估值区间的下限。对于完全规避美国小盘股的投资者，这可能是一个具有吸引力的入场点位。

方法一：使用彭博和 Empirical Research 的数据对比市盈率

下一张图表使用彭博的数据显示小盘股和大盘股的远期市盈率。我们感到困惑的是，在 2000 年代初期的某些时期，彭博显示的罗素 2000 指数盈利为负值，但市盈率仍大于零，这并不合理。彭博不愿意或无法解释这一点，因此我们在使用其数据时不得不接受这种反常现象。另外，Empirical Research 计算了自 1970 年代以来小盘股和大盘股市场中最高质量股票（自由现金流利润率排名前五分之一）的相对市盈率，同样发现小盘股的市盈率折价接近记录最大值。

相对估值：小盘股与大盘股的远期市盈率比较

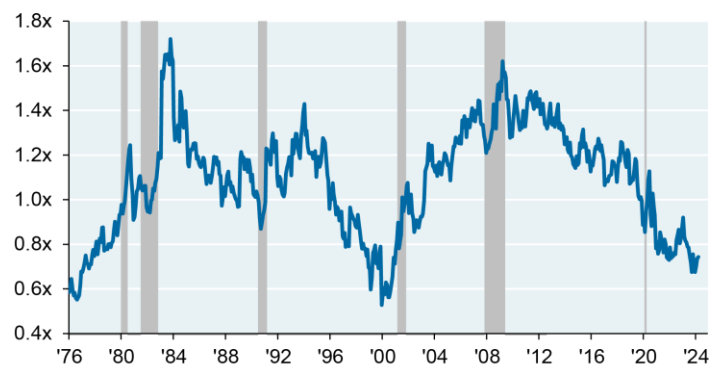
相对远期市盈率溢价（折价）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

小盘股与大盘股最优质股票的预期市盈率

最高质量=自由现金流利润率排名前五分之一



资料来源：Empirical Research，2024年6月

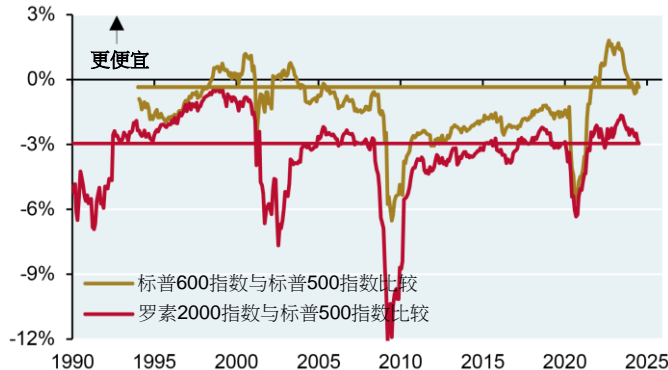
方法二：来自摩根大通结构性股票团队的盈利收益率比较

盈利收益率是一个简单的概念：即市盈率的倒数。盈利收益率越高，股票或指数的估值越低。在相对市盈率图表中，折价表示便宜，而在相对盈利收益率图表中，溢价表示便宜。摩根大通结构性股票团队从 Compustat（过去的盈利）和 Factset（远期盈利估计）获取数据。他们对数据进行缩尾处理（对此表示抱歉），去除异常值。因此，其小盘股指数的盈利收益率不会简单地与彭博的市盈率相反。

如下图所示，该团队的小盘股盈利收益率同样接近其 20 年来的最便宜水平，不过按此计算，在过去 2-3 年的若干个特定时刻，小盘股甚至比这个水平还要便宜。

相对估值：小盘股与大盘股收益率比较

过往收益率差异



资料来源：Compustat、摩根大通结构性股票团队，2024年7月

相对估值：小盘股与大盘股收益率比较

远期收益率差异



资料来源：Compustat、摩根大通结构性股票团队，2024年7月

方法三：多重估值指标

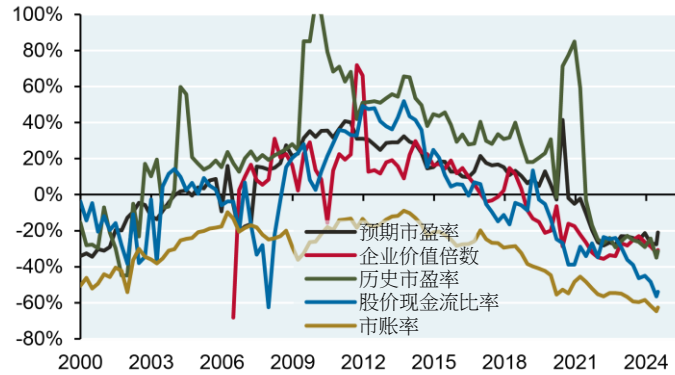
其他相对估值方法涉及使用多重信号，而不仅仅使用市盈率。例如，下文左侧图表显示了适用于标普600指数和标普500指数的不同估值指标。还是得到一样的信号：相对于过往表现，小盘股较大盘股便宜。

[5]虽然美国小盘股跑输美国大盘股，但仍跑赢全球其他地区

虽然美国小盘股的表现现在对照美国大盘股时一直不尽人意，但仍完胜美国以外的投资。右侧图表比较了自2010年12月以来标普600指数和罗素2000指数相较于日本、欧洲和新兴市场的综合表现。在三种跑输大市的资产类别（小盘股、价值股和非美股）中，非美国股票在此期间的相对表现最差。

小盘股估值指标

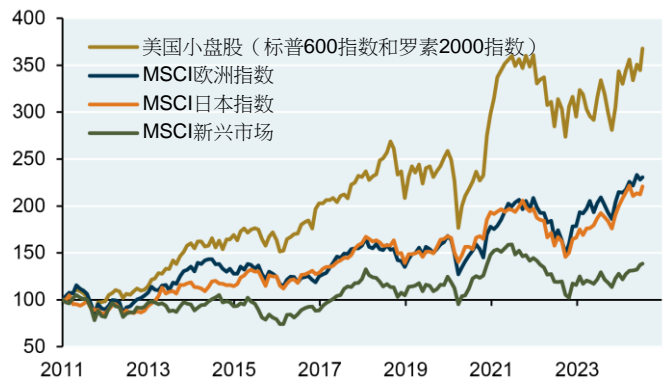
标普600指数相对于标普500指数的溢价（折价）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月22日

美国小盘股表现与国际指数的比较

指数（100=2010年12月），美元



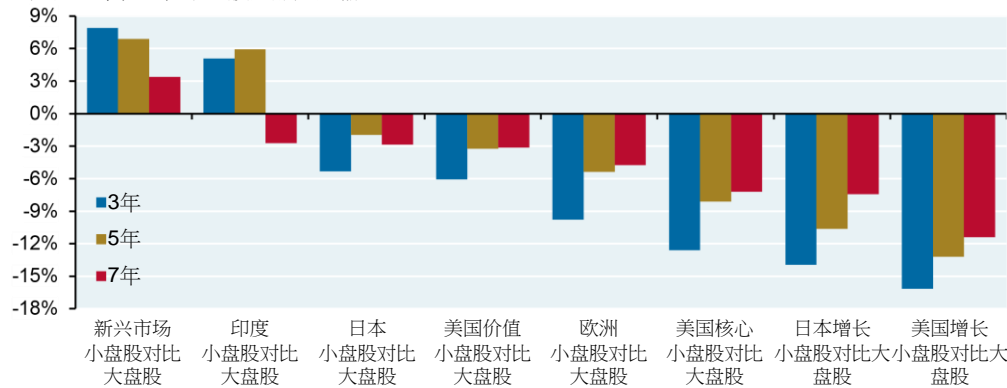
资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年7月19日

[6]近期小盘股跑输大盘股主要是发达市场现象

过去十年，发达市场普遍存在小盘股跑输大盘股的情况，但新兴市场却非如此。按地区比较小盘股与大盘股的表现需要选择使用哪些指数。我们按地区划分的指数选择如下³。

小盘股与大盘股的回报比较（按地区划分）

百分比，年化过往小盘股跑赢/跑输



资料来源：彭博、摩根资产管理，2024年6月30日

³图表中使用的小盘股和大盘股指数：

- 美国核心：罗素 2000 指数与标普 500 指数
- 美国增长：罗素 2000 成长指数与罗素 1000 成长指数
- 美国价值：罗素 2000 价值指数与罗素 1000 价值指数
- 欧洲：MSCI 欧洲小盘股指数与 MSCI 欧洲指数
- 日本核心：罗素/野村小盘股与 MSCI 日本指数
- 日本增长：罗素/野村小盘股成长指数与 MSCI 日本指数
- 新兴市场：MSCI 新兴市场小盘股指数与 MSCI 新兴市场指数
- 印度：NSE 漂亮小盘股 250 指数与 MSCI 印度指数

管理人的出色表现能否弥补小盘股跑输大盘股的差距？

小盘股管理人是否创造了跑赢基准指数的表现，并且足以缩小小盘股跑输大盘股差距？答案是：

- 对于美国小盘核心股和增长股，管理人超额收益的中位数通常为**正**，但仅抵销了**30%**甚至更低的相关小盘股跑输大盘股的差距。管理人在小盘股持续取得的超额收益中位数可能反映一个效率较低的市场：**80%**左右的中小盘股要么极少有分析师的研究，要么根本没有被研究。这也可能反映我们使用罗素 2000 指数作为基准，而一些管理人则构建更类似于标普 600 指数的较优质投资组合
- 对于美国小盘价值股，管理人超额收益中位数弥补了较大的差距，而前四分之一的管理人则几乎弥补了全部差距
- 对于欧洲和日本的小盘核心股，管理人超额收益中位数要么为负，要么仅为略正，抵销的差距不超过**15%-20%**
- 对于印度，小盘股一般都跑赢大盘股，同时管理人超额收益中位数也是正数；唯一的缺点是具备足够长表现历史的小盘股管理人数量有限；注意我们的 **ETF** 调整对上述结果造成的巨大影响，解释见下文
- 在新兴市场，管理人超额收益中位数是负数，但存在一线希望：新兴市场小盘股大幅跑赢新兴市场大盘股

调整ETF费用和跟踪误差

市场	3年					5年					7年				
	小盘股-大盘股	管理人数量	管理人超额收益			小盘股-大盘股	管理人数量	管理人超额收益			小盘股-大盘股	管理人数量	管理人超额收益		
			第25	第50	第75			第25	第50	第75			第25	第50	第75
美国小盘股混合	-12.6%	233	5.9%	3.5%	2.0%	-8.1%	218	2.9%	1.3%	0.2%	-7.4%	204	1.8%	0.9%	0.0%
美国小盘股增长	-16.2%	173	4.3%	1.4%	-2.9%	-13.2%	163	3.4%	1.0%	-0.2%	-11.4%	156	3.5%	2.0%	0.5%
美国小盘股价值	-6.1%	154	5.5%	3.6%	1.9%	-1.9%	141	3.9%	2.0%	0.6%	-2.7%	134	2.3%	1.4%	0.3%
欧洲小盘股	-9.8%	137	0.3%	-2.9%	-5.7%	-3.2%	126	1.5%	0.0%	-2.1%	-2.9%	110	0.9%	-0.2%	-2.4%
日本小盘股	-5.3%	38	3.0%	-4.4%	-8.9%	-5.4%	34	2.3%	0.0%	-3.5%	-4.7%	28	2.9%	0.8%	-0.9%
日本小盘股增长	-13.9%	90	3.5%	-0.6%	-3.6%	-10.6%	84	5.0%	2.2%	0.7%	-7.2%	72	3.6%	2.0%	0.6%
印度小盘股	5.1%	20	6.1%	5.0%	2.2%	5.9%	18	7.8%	5.1%	4.0%	-3.1%	13	8.0%	6.1%	4.4%
新兴市场小盘股	7.9%	37	0.6%	-1.1%	-4.0%	6.9%	38	-0.1%	-1.7%	-4.1%	3.4%	30	-0.2%	-0.7%	-1.9%

资料来源：晨星、摩根大通股票研究、摩根资产管理，2024年6月

采用小盘股管理人数据

数据来源：晨星，所有主动型管理人均被指定为几个小盘股类别之一。我们排除了所有大盘股持仓超过**35%**的管理人

多种份额类别：大部分小盘股管理人都设有多种份额类别，而部分管理人的份额类别多达**25**种。在我们的分析中，我们选择费用最低的份额类别（机构份额类别）。使用费用较高的份额类别会对结果造成影响；在大部分类别中，费用最高和最低的份额类别之间存在**75-100**个基点的差异

管理人超额收益：大部分管理人都有一个既定的基准指数。然而，如脚注 2 所示，我们每个类别使用一个基准指数，而不考虑既定的基准指数。通常有多个选项可以选择；既定基准指数的表现越高，管理人的推算超额收益就越低。举例来说，印度 **NSE** 漂亮小盘股指数连续 5 年的年化表现为**20.7%**，而标普印度 **BSE** 小盘股指数的该数值则为**22.7%**。对于发达市场，不同指数选项之间的差异影响较小。

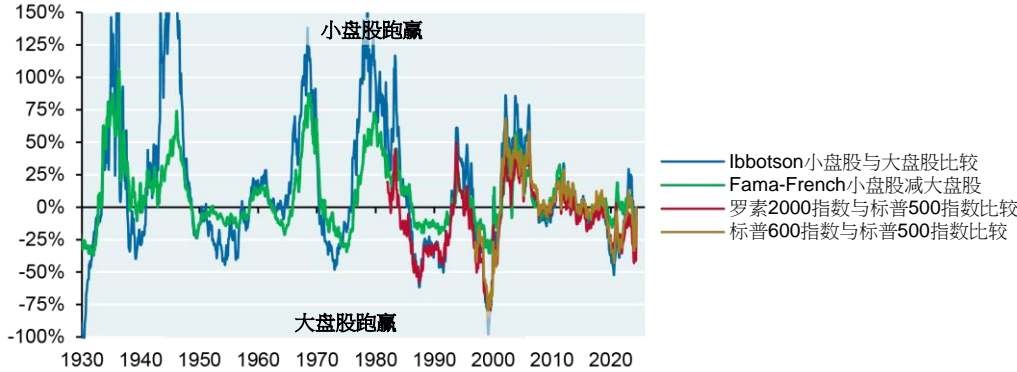
ETF 调整：基准指数无法投资，这实质上人为地为管理人设立了一个很高的门槛。在我完成的管理人超额收益分析中，我一般会进行调整，以反映各基准指数所对应的可投资 **ETF** 的成本和跟踪误差。对于配置管理人而非被动可投资基准指数的投资者，这种方法能够更公平地计算机会成本。对于美国小盘股，这些调整可以忽略不计，而对印度股票的调整则较大。例如：在连续 5 年期间，印度小盘股指数的回报率为**132%**，而同类可投资 **ETF** 的回报率则为**97%**，导致**3.8%**的年化调整。

[8]总结：小盘股数据来源和经济衰退前后的小盘股表现

就美国小盘股与大盘股的历史表现对比而言，存在若干数据来源。对于第一页中数据可追溯到 1930 年代的图表，我们使用伊博森(Ibbotson) 的数据。作为替代方案，我们本可使用以绿色显示的 Fama-French 数据。除了 1940 年代末的一段时期外，结果一般都很相似。罗素 2000 指数的数据始于 1970 年代末，而标普 600 指数的数据则始于 1990 年代初。

小盘股指数与大盘股指数回报

小盘股与大盘股的3年滚动表现对比

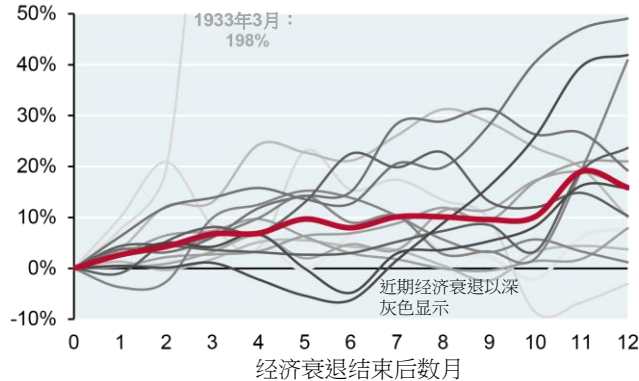


资料来源：伊博森SBBI、Fama-French数据、彭博、摩根资产管理，2024年7月

小盘股：一种在周期初表现理想但在周期末表现糟糕的资产类别。根据历史经验清楚可见，在经济衰退后，小盘股往往会跑赢大盘股（第一张图表）。在图中显示的 16 次经济衰退中，小盘股只有一次没有跑赢大盘股。考虑到标普 600 指数的周期股占比(55%)远高于标普 500 指数(28%)，这种现象合乎情理。在经济衰退开始之前，相对表现数据杂乱无章：围绕中位数形成宽幅的离散，并无清晰的方向性信号。

经济衰退结束后小盘股溢价

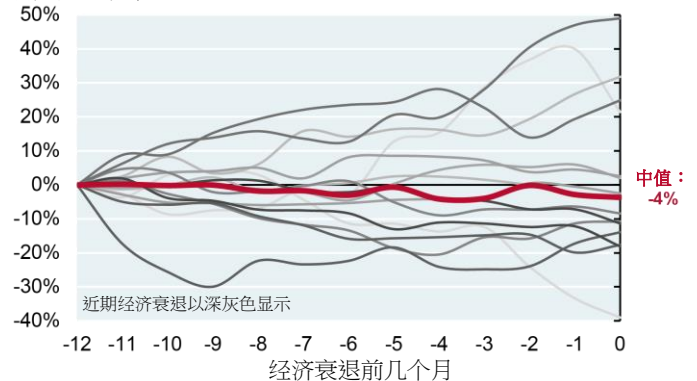
百分比，累计



资料来源：SBBI Ibbotson、摩根资产管理，2024年4月

经济衰退前的小盘股溢价

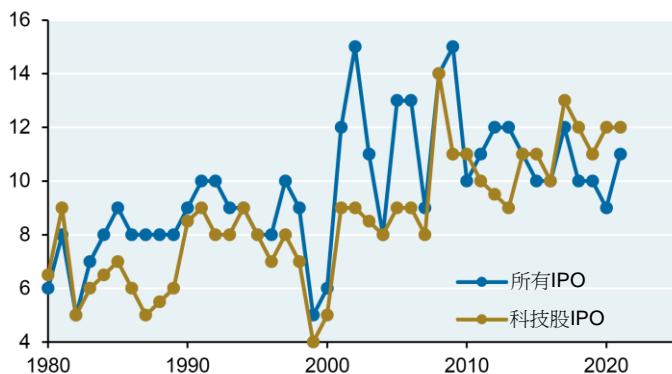
百分比，累计



资料来源：SBBI Ibbotson、摩根资产管理，2024年4月

公司从成立到上市的时间

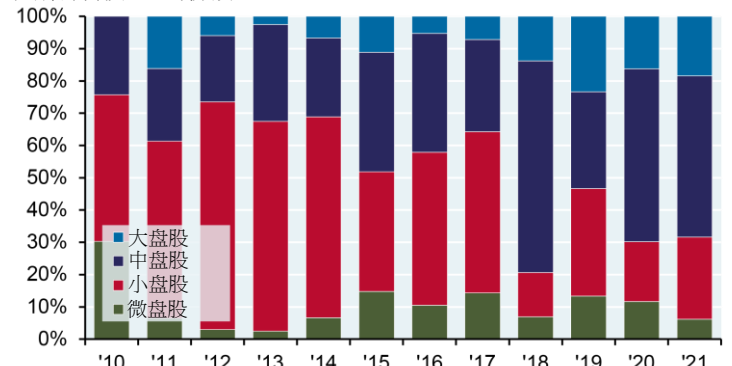
年龄中位数



资料来源：Jay Ritter、佛罗里达大学、摩根资产管理，2023年

科技IPO发行时的市值

占有科技IPO的份额



资料来源：彭博、FactSet、摩根资产管理，2023年

重要信息

本文件仅供参考用途。本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。**本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。**文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置 / 多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标 / 情况的讨论。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明 / 参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及 / 或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

就摩根资产管理客户而言：

「摩根资产管理」是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法律所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料（详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助（电话：1-800-343-1113）。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.) 或摩根大通另类资产管理有限责任公司 (J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体（视情况而定）发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理（加拿大）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商（除了育空），同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理（英国）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖权区，由摩根资产管理（欧洲）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖权区内发行：摩根资产管理（亚太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亚洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理（亚洲）有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司注册编号：197601586K），本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司 (Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的会员，须受日本金融管理局监管（注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亚，由摩根资产（澳大利亚）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照号码：376919)，仅供按照公司法第 2001 第 761A 条及第 761G 条（《公司法》）赋予的定义的「批发客户」发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

就摩根大通私人银行客户而言：**可访问性**

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务与我们直接联系（电话：1-866-265-1727）。

法律实体、品牌及监管信息

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称「**摩根大通银行**」）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通证券**」）提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是透过 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 简称为「**BaFin**」) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司同时须受卢森堡金融监管委员会 (CSSF) 监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在英国，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会 (Comisión Nacional de Valores, 简称「**CNMV**」) 监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**

利，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 简称为「CONSOB」) 监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行 (DNB) 和荷兰金融市场监管局 (AFM) 监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在**丹麦**，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行** (即德国摩根大通有限责任公司联属公司) 分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行 (即德国摩根大通有限责任公司联属公司) 同时须受丹麦金融监管局 (Finanstilsynet) 监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在**比利时**，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务及市场管理局 (FSMA) 监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为 0715.622.844。在**希腊**，本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派，其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001；增值税注册号为 99676577。在**法国**，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为 842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)) 及法国金融市场管理局 (Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 监管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 授权并受其监管。

在**香港**，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供 (提供服务时会通知您)。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请务必寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于**拉美**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。

在**澳大利亚**，由**摩根大通银行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码: 238367) 和摩根大通证券 (ARBN 109293610) 发行。**

收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释、概以英文版本为准。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。「摩根大通私人银行」是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通团队联络。

J.P.Morgan