



放眼市場 | 特輯

冬獅

在1930年至2010年期間，小盤股曾在六段時間內跑贏大市並在整個期間帶來大幅優於大盤股的表現。然而自2010年來，小盤股與價值股、非美國股票並列成為表現不佳的「苦難三兄弟」投資組合策略。雖然利潤基本面的不理想阻礙了小盤股長期跑贏大盤股，但是小盤股正處於21世紀最便宜的水平，並且有望受益於潛在的市場和政策催化因素。第一，先討論CrowdStrike中斷事件。

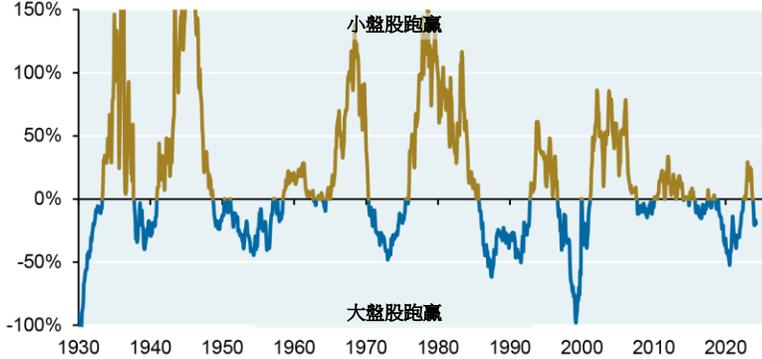
作者：岑博智(Michael Cembalest) | 摩根資產及財富管理市場及投資策略部主席

《冬獅》：小盤股跑輸大市和潛在催化因素；CrowdStrike 中斷事件

您應該原諒在 2010 年資本市場預測中錯誤地認為美國小盤股會跑贏美國大盤股的資產配置者。如圖表一所示，在 1930 年至 2010 年期間，「小盤股異常」大幅跑贏大市。期間，小盤股曾在六段時間內跑贏大市，而最近的一次至今已超過 15 年。

小盤股指數與大盤股指數回報

小盤股與大盤股的3年滾動表現對比

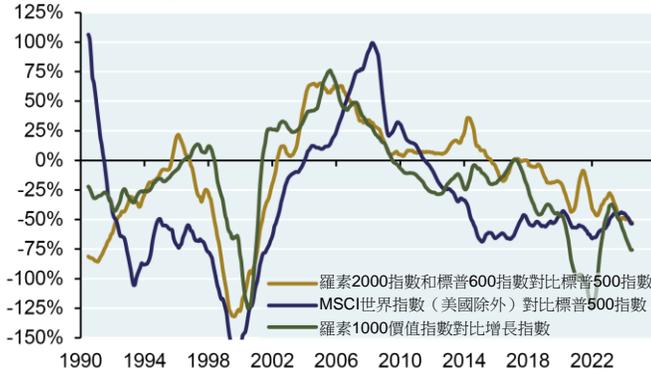


資料來源：SBBI Ibbotson、摩根資產管理，2024年7月

「苦難三兄弟」。自 2010 年以來，小盤股一直是跑輸大市的三大投資組合策略之一，另兩項分別為大盤價值股跑輸增長股以及非美股跑輸美股。上述三項不受歡迎的策略其估值均處於 20 年最低水平，但其中理由充分：盈利增長不敵美國大盤股。

苦難三兄弟：相對跑輸

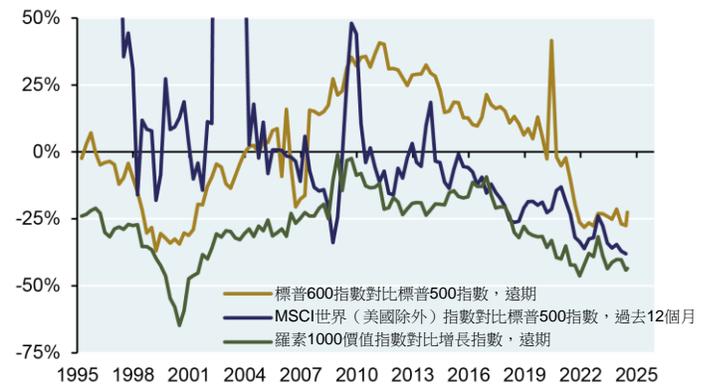
5年累計跑贏（跑輸）表現



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

苦難三兄弟：相對估值

相對市盈率溢價（折價）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日。Fwd=12個月遠期，LTM=過去12個月

企業盈利增長

指數（100=2010年12月31日）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年第二季度

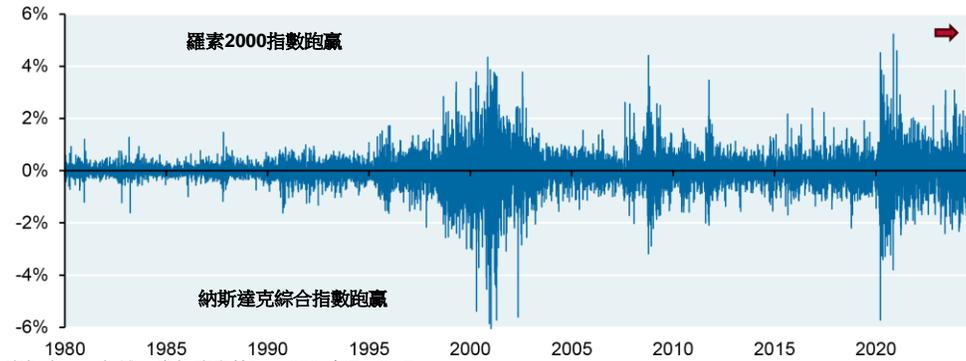
美國例外論：如左圖所示，不論我們是否計及新興市場國家，非美股[以 MSCI 世界（除美國外）指數為代表]在過去十年的盈利狀況都是一塌糊塗。在上述跑輸大市的三項策略中，我認為美國小盤股的前景優於另外兩項。

《冬獅》，1968 年。《權力的遊戲》前傳：影片講述公元 1183 年聖誕節，彼得·奧圖飾演的英格蘭國王亨利二世與其三名兒子以及遭軟禁的埃莉諾王后同聚一堂，試圖建立繼承順序。

一切都有代價。6 月份 CPI 報告表現疲軟，納斯達克指數隨即下跌 2%，而羅素 2000 小盤股指數則上漲 3.6%，為 40 多年來小盤股跑贏大盤股幅度最大的一天。這只是單日的交易，而在估值存在巨大差距之際，這可能反映投資者正在對原先一系列大型的持倉進行平倉。糟糕的小盤股基本面（特別是類似於羅素 2000 指數的投資組合）可能會令小盤股無法第七次取得持續跑贏大市的表現，但對於考慮小盤股的多元化投資者，如今的估值是 21 世紀最低的進場點位。

關於小盤股的另一件事，涉及政治。特朗普曾提到可能會對中國和全球其他地區徵收更高的關稅（受傷害最大的通常是大盤股），同時萬斯對莉娜·可汗(Lina Khan)領導的美國聯邦貿易委員會給予了積極的評價（儘管她領導的部門幾乎輸掉其發起的所有反壟斷案）。如果第二屆特朗普政府加徵關稅，並加大對大盤科技股的反壟斷執法力度，則即便在美國股市可能整體下跌的情況下，小盤股的相對價值都有可能獲得提振。在文章開始前，我想先就 CrowdStrike 造成的大範圍中斷及其對 2024 年網絡安全的啟示探討一二。

小盤股與納斯達克每日回報率比較
每日超額總回報，羅素2000-納斯達克綜合指數，每日



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月21日

岑博智(Michael Cembalest)
摩根資產管理

目錄

- CrowdStrike 中斷事件3**
- [1]美國小盤股：盈利能力遠低於大盤股，並承受著高於大盤股的利率風險4**
- [2]小盤股指數：標普 600 指數與羅素 2000 指數5**
- [3]追根溯源：美國大盤科技股與小盤科技股之間的表現差距6**
- [4]目前美國小盤股的估值有多低？以三種不同的指標來衡量都非常低.....7**
- [5]雖然美國小盤股跑輸美國大盤股，但仍跑贏全球其他地區8**
- [6]近期小盤股跑輸大盤股主要是發達市場現象8**
- [7]管理人的出色表現能否彌補小盤股跑輸大盤股的差距？9**
- [8]總結：小盤股數據來源和經濟衰退前後的小盤股表現.....10**

CrowdStrike 中斷事件

考慮到 **CrowdStrike** 弄巧成拙的軟件更新所導致的系統中斷，7月19日完成這篇文章真是一場冒險。一家網絡安全公司指出，「**CrowdStrike** 對全球商業造成的破壞超過了所有勒索軟件營運商的總和」，同時一名前聯邦調查局反間諜特工表示，這是 **CrowdStrike** 「質量控制的嚴重失敗」。更多來自幕後的訊息如下¹：

- 一切都是「內核」訪問造成的。內核指一個操作系統的核心，並且在一個非常重要的方面不同於「用戶空間」。一旦某個軟件程式獲授予內核訪問權限，該程式一般就能不受限制地運行，如果該程式崩潰，電腦也會隨之崩潰。在用戶空間運行的軟件可能會崩潰，但不會終止電腦的運行能力
- 在 **Windows** 系統中，網絡安全軟件通常會獲得訪問內核的優先權限。這可追溯到 2000 年代中期，當時 **Symantec** 和 **McAfee** 曾向微軟施壓，要求微軟允許其獲得訪問權限（而不是將網絡安全任務限定給微軟自帶的網絡程式 **PatchGuard**）
- 微軟要求在內核中運行的軟件驅動程式在獲得 **Windows** 硬件質量實驗室認證之前必須經過大量測試，但 **CrowdStrike** 顯然已就其驅動程式的若干更新開發出一種繞開此要求的應變方案。**CrowdStrike** 創建了軟件使用的動態定義文件，因而每次更新都不需要獲得認證。這些定義文件除了指向文件名外，還能包含可執行代碼。因此，諸如該等文件中的空指針引用或參數驗證不充分等情況可能會使電腦崩潰，因為內核函數會調用這些引用和參數
- 簡而言之，**CrowdStrike** 的錯誤聽起來有點令人震驚：**CrowdStrike** 創建了一個有缺陷的驅動程式定義文件，並在沒有與之進行正確測試的情況下一次性而非分批地將該文件推廣到他們的整個客戶群。結果如何：全球 800 萬台（！！）電腦崩潰
- 為何蘋果電腦和 **Linux** 電腦未受影響？蘋果禁止第三方開發者獲得內核空間的訪問權限，而 **Linux** 驅動程式更新顯然經過更徹底的測試
- 我不明白聯邦貿易委員會主席莉娜·可汗在說什麼。莉娜·可汗從中斷事件中得出的結論是，「集中造成脆弱的系統」。這很奇怪，因為微軟決定向第三方開發者開放內核才是這次事件的根本原因。同樣奇怪的是，**CrowdStrike** 只在 1% 的 **Windows** 個人電腦上運行，這一點都不集中。我傾向於認為，莉娜·可汗會把芝加哥熊隊在 2018 年外卡系列賽中錯失雙分球歸咎於市場集中
- 早在中斷事件發生之前，就有證據表明 **CrowdStrike** 的 **Falcon Sensor** 軟件更新有點不對勁。6 月份企業應用軟件公司紅帽(**Red Hat**)曾發出報告，稱 **CrowdStrike** 的更新導致 **Linux** 機器崩潰，造成類似於微軟「藍屏死機」的「內核恐慌」。
- 這種情況在之前曾發生過。2010 年，**CrowdStrike** 的行政總裁是 **McAfee** 的技術總監，當時該公司發布了一個更新，錯誤地將一個合法的 **Windows** 文件標記為受病毒感染。該錯誤導致醫院、學校和政府機構的電腦陷入癱瘓。**McAfee** 當天市值縮水 40%，並派遣約 4,000 名員工乘飛機幫助受影響的客戶恢復系統
- 出現失誤後競爭對手都會落井下石。2023 年，美國政府發布一份報告，指責微軟造成了「一連串安全故障」，**CrowdStrike** 的行政總裁藉此機會抨擊微軟以吸引新客戶，表示「微軟安全客戶群中的安全和 IT 團隊存在信任危機」。真是因果報應……



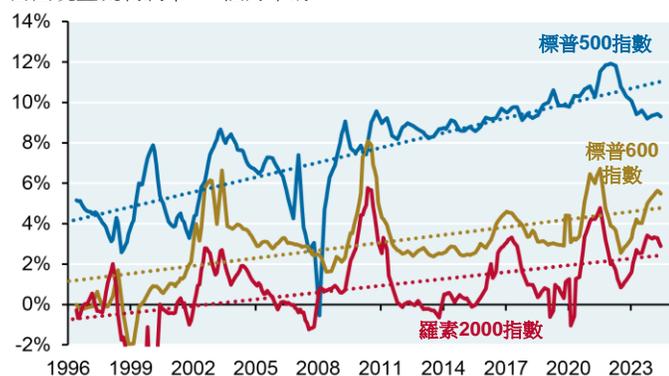
¹資料來源：彭博、Stratechery、Register.com、戴夫·普盧默（Dave Plummer，前微軟工程師，任務管理器的創造者）

[1]美國小盤股：盈利能力遠低於大盤股，並承受著高於大盤股的利率風險

相對於美國大盤股，美國小盤股：(a) 自由現金流利潤率較低；(b) 負盈利的公司更多；(c) 投資資本回報率²較低；(d) 浮息債務較多；(e) 債務現金流比率較高；(f) 利息支出現金流比率較高；(g) 約有 70% 的債務在未來 5 年內到期，而大盤股的這一比例則為 45%。如果您在尋找美國小盤股的價值，這些指標不盡人意。

自由現金流利潤率：大盤股對比小盤股

自由現金流利潤率，3個月平滑



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年6月

負盈利公司（按規模劃分）

過去12個月盈利為負的公司佔比



資料來源：Factset，摩根資產管理。2024年5月15日。

美國大盤股和小盤股的整體投資回報率

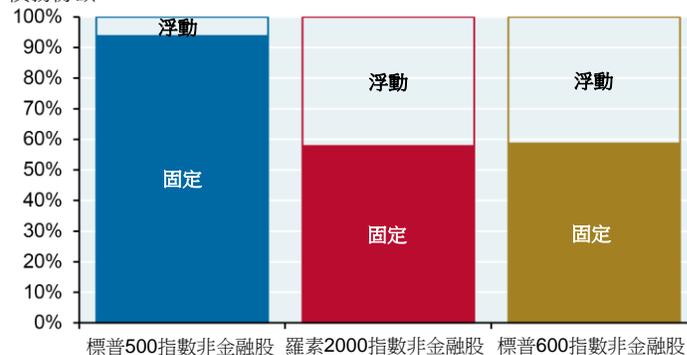
百分比，投資資本回報率



資料來源：「股市集中度」，摩根士丹利，2024年6月4日

固定和浮動利率債務

債務份額



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月8日

小型和大型公司的淨債務與EBITDA之比

比率（90天移動平均線）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月7日

小型和大型公司的總債務與股權比率

比率（90天移動平均線）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月7日

²ROIC = 稅後淨營業利潤除以權益和付息債務（債務和權益創造利潤的效率）；EBITDA = 稅息折舊及攤銷前利潤

下面兩張圖表展示了自 2010 年 12 月以來小盤股的累計表現和滾動表現跑輸大市的情況。我們使用羅素 2000 指數和標普 600 指數代表美國小盤股，對此我們稍後再作解析。

2011年以來大盤股和小盤股表現

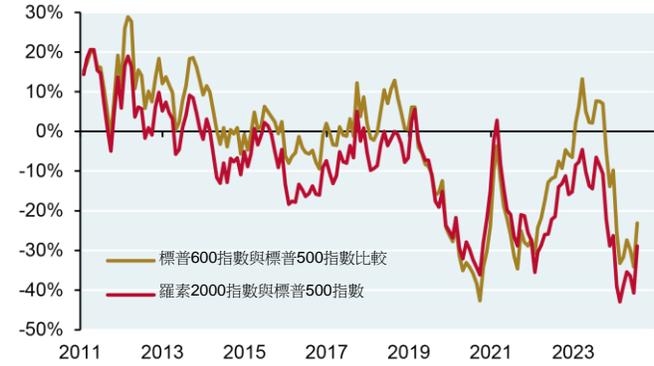
總回報指數 (100=2011年1月1日)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月21日

小盤股與大盤股的滾動表現比較

相對3年滾動回報



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月19日

[2]小盤股指數：標普 600 指數與羅素 2000 指數

小盤股在美國市值中僅佔一小部分。即使在巔峰時期，小盤股也僅佔標普 1500 指數的 4.5%；目前，該比例僅為 2.5%。標普 600 指數與羅素 2000 指數是最常用的美國小盤股基準指數。

標普 600 指數每季度進行再平衡，是一項質量較高的指數。此外，在納入指數時，一家公司最近的盈利和過去四個季度的盈利必須為正，並且該股必須符合特定的換手率標準。羅素 2000 指數包括純粹按市值劃分的小盤股（不設盈利或換手率標準），每年進行再平衡。

主要區別：

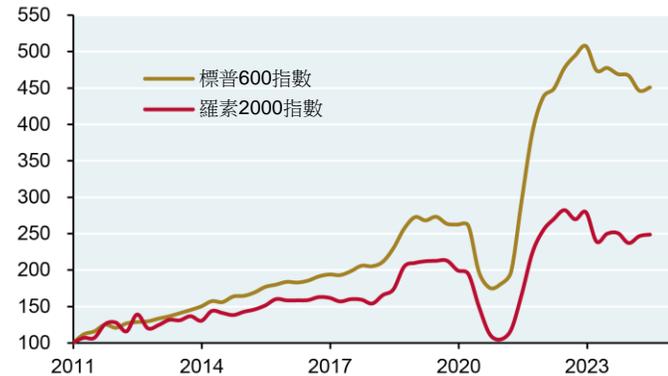
- 過去 12 個月淨收益為負的指數成份股佔比：標普 600 指數為 23%，羅素 2000 指數為 42%
- 市值中位數：標普 600 指數為 18 億美元，羅素 2000 指數為 9.25 億美元
- 標普 600 指數的估值低於羅素 2000 指數（市淨率、企業價值倍數、股價現金流比率、市盈率）
- 標普 600 指數成份股的盈利增長快於羅素 2000 指數（見下文）

相似點：

- 自 2002 年以來年換手率高於 100%的指數成份股佔比：標普 600 指數 70%，羅素 2000 指數 67%
- 新冠疫情衰退期間 50 天年化指數波幅峰值：標普 600 指數 84%，羅素 2000 指數 84%
- 相對於大盤股，分析師的覆蓋範圍同樣較低（見下文第二張圖表）

企業盈利增長

指數 (100=2010年12月31日)



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年第二季度

分析師覆蓋率與市值比較

分析師人數



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年6月18日

[3]追根溯源：美國大盤科技股與小盤科技股之間的表現差距

小盤股投資者可將其跑輸大市的表現主要歸咎於表現嚴重落後於大盤科技股的小盤科技股。自 2010 年 12 月以來，大盤科技股錄得的回報是小盤科技股的三倍，這種領先表現大部分在 2019 年之後才出現。對此，還有一種直觀的表現：小盤科技股的指數權重持續下降，而大盤科技股的權重則不斷上升。

大盤股與小盤股科技板塊表現比較

總回報指數（100=2011年1月1日）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月21日

大盤股與小盤股科技板塊權重比較

指標權重

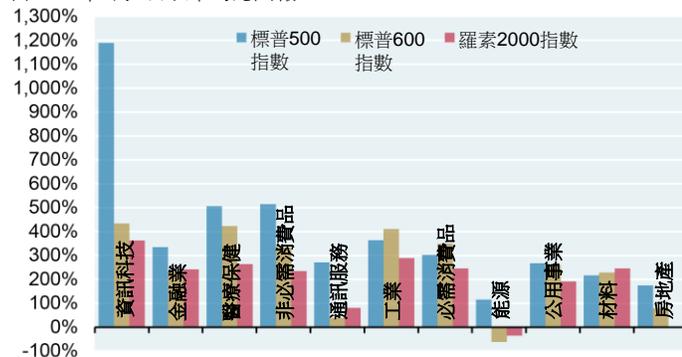


資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

小盤股板塊跑輸大市的情況不止於科技股。自 2010 年 12 月以來，在金融、醫療保健、非必需消費品、通訊服務和能源等板塊中，大盤股同樣跑贏小盤股。自 2010 年以來，任何小盤股板塊其實都沒有大幅跑贏大盤股，特別是就羅素 2000 指數而言。下面兩張圖表顯示自 2010 年 12 月以來按板塊劃分的表現和目前的板塊權重。

板塊表現：大盤股與小盤股比較

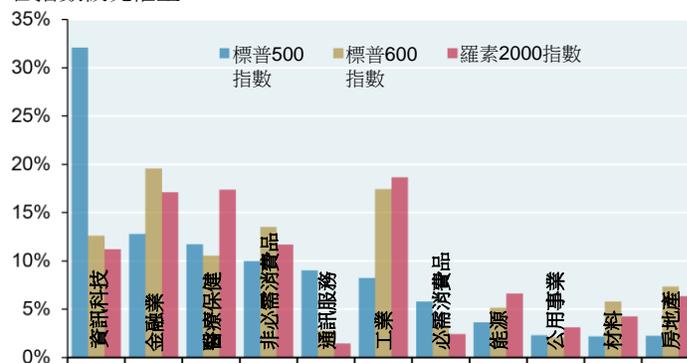
自2011年1月1日以來的總回報



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

板塊權重：大盤股與小盤股比較

各指數板塊權重



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

部分觀察者認為，美國小盤股跑輸大盤股的原因在於，公司較長時間保持私有化，然後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，我們找到了一些證據來支持這樣的觀點。科技股完成 IPO 的平均時間從 2009 年之前的 8 年左右上升到 2021 年的 12 年左右，此後 IPO 活動在 2022/2023 年度大幅減少。此外，直至 2017 年，小/微盤科技股的 IPO 佔比達到 70% 左右，此後該比例降至 30% 左右（見第 10 頁的圖表）。然而，雖然這種情況發生在科技板塊，但從所有 IPO 來看，完成 IPO 的時間和小盤股的 IPO 佔比基本沒有變化。

[4]目前美國小盤股的估值有多低？以三種不同的指標來衡量都非常低

回答這個問題涉及相互衝突的數據來源和方法，因為不存在「正確」答案。下文討論的三種方法都表明，小盤股極其接近其過去 20 年估值區間的下限。對於完全規避美國小盤股的投資者，這可能是一個具有吸引力的入場點位。

方法一：使用彭博和 Empirical Research 的數據對比市盈率

下一張圖表使用彭博的數據顯示小盤股和大盤股的遠期市盈率。我們感到困惑的是，在 2000 年代初期的某些時期，彭博顯示的羅素 2000 指數盈利為負值，但市盈率仍大於零，這並不合理。彭博不願意或無法解釋這一點，因此我們在使用其數據時不得不接受這種反常現象。另外，Empirical Research 計算了自 1970 年代以來小盤股和大盤股市場中最優質股票的相對市盈率，同樣發現小盤股的市盈率折價接近紀錄最大值。

相對估值：小盤股與大盤股的遠期市盈率比較

相對遠期市盈率溢價（折價）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

小盤股與大盤股最優質股票的預期市盈率

最高質量=自由現金流利潤率排名前五分之一



資料來源：Empirical Research，2024年6月

方法二：來自摩根大通結構性股票團隊的盈利收益率比較

盈利收益率是一個簡單的概念：即市盈率的倒數。盈利收益率越高，股票或指數的估值越低。在相對市盈率圖表中，折價表示便宜，而在相對盈利收益率圖表中，溢價表示便宜。摩根大通結構性股票團隊從 Compustat（過去的盈利）和 Factset（遠期盈利估計）獲取數據。他們對數據進行縮尾處理（對此表示抱歉），去除異常值。因此，其小盤股指數的盈利收益率不會簡單地與彭博的市盈率相反。

如下圖所示，該團隊的小盤股盈利收益率同樣接近其 20 年來的最便宜水平，不過按此計算，在過去 2-3 年的若干個特定時刻，小盤股甚至比這個水平還要便宜。

相對估值：小盤股與大盤股收益率比較

過往收益率差異



資料來源：Compustat、摩根大通結構性股票團隊，2024年7月

相對估值：小盤股與大盤股收益率比較

遠期收益率差異



資料來源：Compustat、摩根大通結構性股票團隊，2024年7月

方法三：多重估值指標

其他相對估值方法涉及使用多重訊號，而不僅僅使用市盈率。例如，下文左側圖表顯示了適用於標普600指數和標普500指數的不同估值指標。還是得到一樣的訊號：相對於過往表現，小盤股較大盤股便宜。

[5]雖然美國小盤股跑輸美國大盤股，但仍跑贏全球其他地區

雖然美國小盤股的表現在對照美國大盤股時一直不盡人意，但仍完勝美國以外的投資。右側圖表比較了自2010年12月以來標普600指數和羅素2000指數相較於日本、歐洲和新興市場的綜合表現。在三種跑輸大市的資產類別（小盤股、價值股和非美股）中，非美國股票在此期間的相對表現最差。

小盤股估值指標

標普600指數相對於標普500指數的溢價（折價）



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月22日

美國小盤股表現與國際指數的比較

指數（100=2010年12月），美元



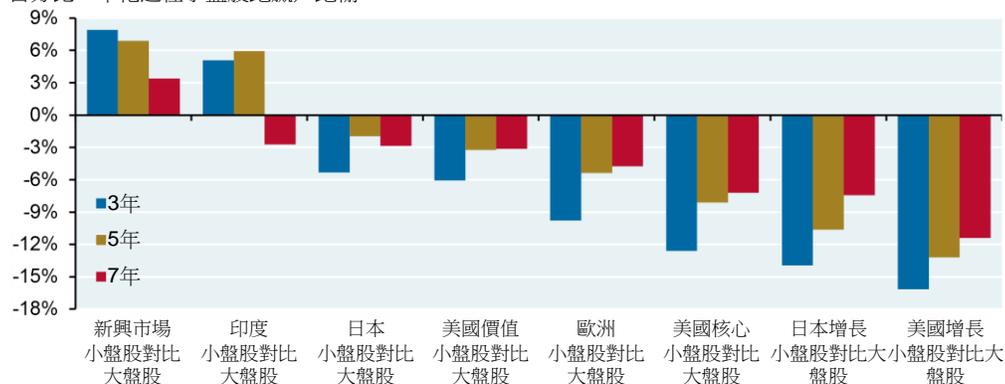
資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年7月19日

[6]近期小盤股跑輸大盤股主要是發達市場現象

過去十年，發達市場普遍存在小盤股跑輸大盤股的情況，但新興市場卻非如此。按地區比較小盤股與大盤股表現需要選擇使用哪些指數。我們按地區劃分的指數選擇如下³。

小盤股與大盤股的回報比較（按地區劃分）

百分比，年化過往小盤股跑贏/跑輸



資料來源：彭博、摩根資產管理，2024年6月30日

³圖表中使用的小盤股和大盤股指數：

- 美國核心：羅素 2000 指數與標普 500 指數
- 美國增長：羅素 2000 成長指數與羅素 1000 成長指數
- 美國價值：羅素 2000 價值指數與羅素 1000 價值指數
- 歐洲：MSCI 歐洲小盤股指數與 MSCI 歐洲指數
- 日本核心：羅素/野村小盤股與 MSCI 日本指數
- 日本增長：羅素/野村小盤股成長指數與 MSCI 日本指數
- 新興市場：MSCI 新興市場小盤股指數與 MSCI 新興市場指數
- 印度：NSE 漂亮小盤股 250 指數與 MSCI 印度指數

管理人的出色表現能否彌補小盤股跑輸大盤股的差距？

小盤股管理人是否創造了跑贏基準指數的表現，並且足以縮小小盤股跑輸大盤股差距？答案是：

- 對於美國小盤核心股和增長股，管理人超額收益的中位數通常為正，但僅抵銷了 30%甚至更低的相關小盤股跑輸大盤股的差距。管理人在小盤股持續取得的超額收益中位數可能反映一個效率較低的市場：80%左右的中小盤股要麼極少有分析師的研究，要麼根本沒有被研究。這也可能反映我們使用羅素 2000 指數作為基準，而一些管理人則構建更類似於標普 600 指數的較優質投資組合
- 對於美國小盤價值股，管理人超額收益中位數彌補了較大的差距，而前四分之一的管理人則幾乎彌補了全部差距
- 對於歐洲和日本的小盤核心股，管理人超額收益中位數要麼為負，要麼僅為略正，抵銷的差距不超過 15%-20%
- 對於印度，小盤股一般都跑贏大盤股，同時管理人超額收益中位數也是正數；唯一的缺點是具備足夠長表現歷史的小盤股管理人數量有限；注意我們的 ETF 調整對上述結果造成的巨大影響，解釋見下文
- 在新興市場，管理人超額收益中位數是負數，但存在一線希望：新興市場小盤股大幅跑贏新興市場大盤股

調整ETF費用和追蹤誤差

市場	3年					5年					7年				
	小盤股-大盤股	管理人超額收益				小盤股-大盤股	管理人超額收益				小盤股-大盤股	管理人超額收益			
		管理人數量	第25	第50	第75		管理人數量	第25	第50	第75		管理人數量	第25	第50	第75
美國小盤股混合	-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%
美國小盤股增長	-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%
美國小盤股價值	-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%
歐洲小盤股	-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%
日本小盤股	-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%
日本小盤股增長	-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%
印度小盤股	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%
新興市場小盤股	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%

資料來源：晨星、摩根大通股票研究、摩根資產管理，2024年6月

採用小盤股管理人數據

數據來源：晨星，所有主動型管理人均被指定為幾個小盤股類別之一。我們排除了所有大盤股持倉超過 35% 的管理人

多種份額類別：大部分小盤股管理人都設有多種份額類別，而部分管理人的份額類別多達 25 種。在我們的分析中，我們選擇費用最低的份額類別（機構份額類別）。使用費用較高的份額類別會對結果造成影響；在大部分類別中，費用最高和最低的份額類別之間存在 75-100 個基點的差異

管理人超額收益：大部分管理人都有一個既定的基準指數。然而，如腳註 2 所示，我們每個類別使用一個基準指數，而不考慮既定的基準指數。通常有多個選項可以選擇；既定基準指數的表現越高，管理人的推算超額收益就越低。舉例來說，印度 NSE 漂亮小盤股指數連續 5 年的年化表現為 20.7%，而標普印度 BSE 小盤股指數的該數值則為 22.7%。對於發達市場，不同指數選項之間的差異影響較小。

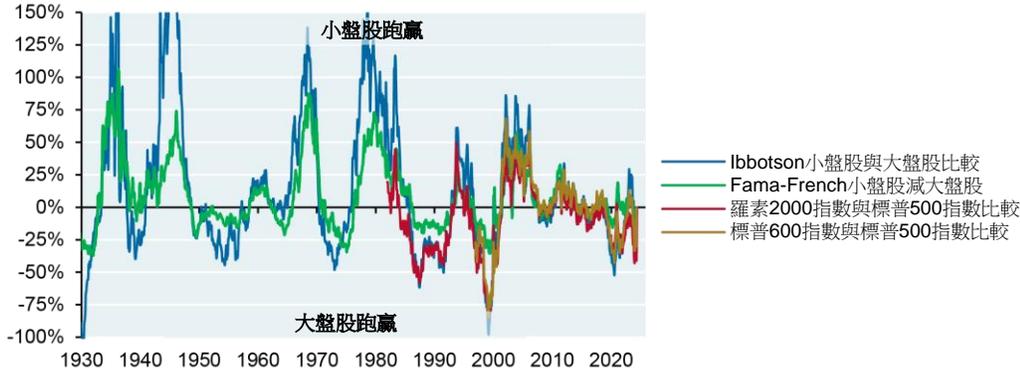
ETF 調整：基準指數無法投資，這實質上人為地為管理人設立了一個很高的門檻。在我完成的管理人超額收益分析中，我一般會進行調整，以反映各基準指數所對應的可投資 ETF 的成本和追蹤誤差。對於配置管理人而非被動可投資基準指數的投資者，這種方法能夠更公平地計算機會成本。對於美國小盤股，這些調整可以忽略不計，而對印度股票的調整則較大。例如：在連續 5 年期間，印度小盤股指數的回報率為 132%，而同類可投資 ETF 的回報率則為 97%，導致 3.8% 的年化調整。

[8]總結：小盤股數據來源和經濟衰退前後的小盤股表現

就美國小盤股與大盤股的歷史表現對比而言，存在若干數據來源。對於第一頁中數據可追溯到 1930 年代的圖表，我們使用伊博森(Ibbotson) 的數據。作為替代方案，我們本可使用以綠色顯示的 Fama-French 數據。除了 1940 年代末的一段時期外，結果一般都很相似。羅素 2000 指數的數據始於 1970 年代末，而標普 600 指數的數據則始於 1990 年代初。

小盤股指數與大盤股指數回報

小盤股與大盤股的3年滾動表現對比

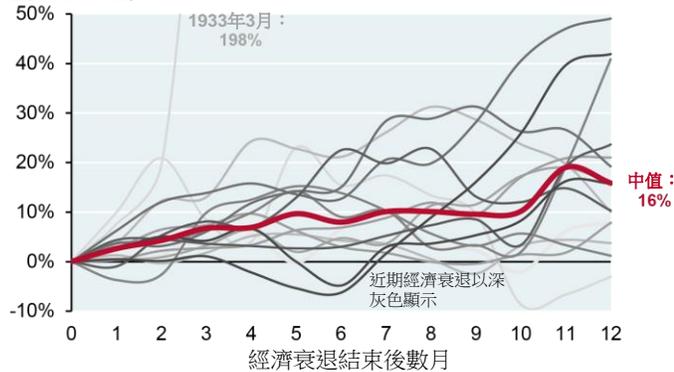


資料來源：伊博森SBBI、Fama-French數據、彭博、摩根資產管理，2024年7月

小盤股：一種在週期初表現理想但在週期末表現糟糕的資產類別。根據歷史經驗清楚可見，在經濟衰退後，小盤股往往會跑贏大盤股（第一張圖表）。在圖中顯示的 16 次經濟衰退中，小盤股只有一次沒有跑贏大盤股。考慮到標普 600 指數的週期股佔比(55%)遠高於標普 500 指數(28%)，這種現象合乎情理。在經濟衰退開始之前，相對表現數據雜亂無章：圍繞中位數形成寬幅的離散，並無清晰的方向性訊號。

經濟衰退結束後小盤股溢價

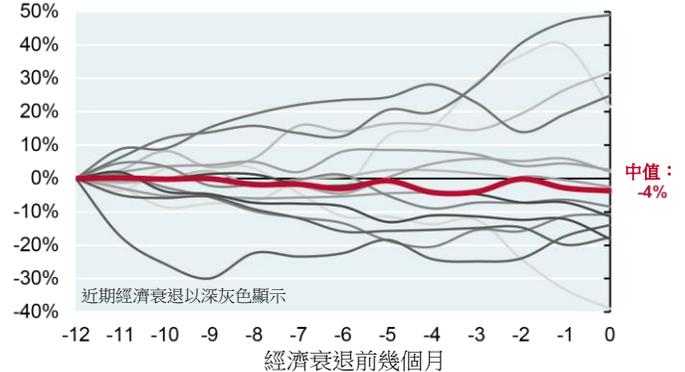
百分比，累計



資料來源：SBBI Ibbotson、摩根資產管理，2024年4月

經濟衰退前的小盤股溢價

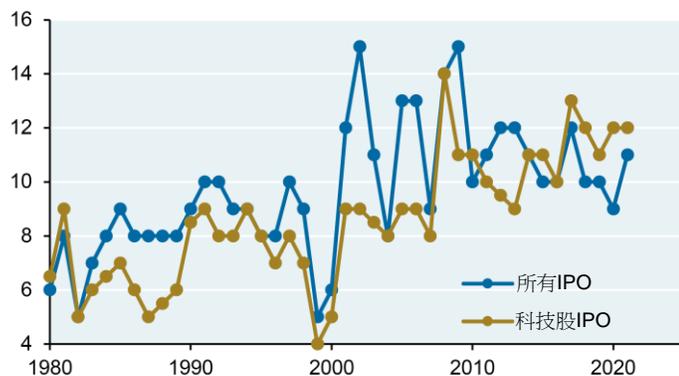
百分比，累計



資料來源：SBBI Ibbotson、摩根資產管理，2024年4月

公司從成立到上市的時間

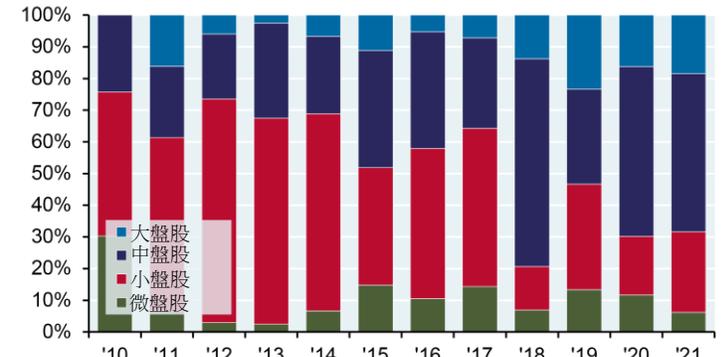
年齡中位數



資料來源：Jay Ritter、佛羅里達大學、摩根資產管理，2023年

科技IPO發行時的市值

佔所有科技IPO的份額



資料來源：彭博、FactSet、摩根資產管理，2023年

重要資訊

本文件僅供參考用途。本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、意見及預測不同。**本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。**文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其他領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的内容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊紀錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的私隱政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支援以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.) 或摩根大通另類資產管理有限責任公司 (J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司 (Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第 2001 第 761A 條及第 761G 條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

就摩根大通私人銀行客戶而言：

可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。保險產品是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在德國，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱為「**BaFin**」) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在英國，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會 (Comisión Nacional de Valores, 簡稱「**CNMV**」) 監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**

利，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」) 監管，並已於意大利銀行行政註冊處以**摩根大通有限責任公司**分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行 (DNB) 和荷蘭金融市場監管局 (AFM) 監管，並於荷蘭商會以**摩根大通有限責任公司**分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行** (即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司) 分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行 (即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司) 同時須受丹麥金融監管局 (Finanstilsynet) 監管，並於丹麥金融監管局以**摩根大通有限責任公司**分行的名義註冊登記，編號為 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局 (Finansinspektionen) 監管，並於瑞典金融監管局以**摩根大通有限責任公司**分行的名義註冊登記。在**比利時**，本文件由**摩根大通有限責任公司——布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行 (NBB) 及比利時金融服務及市場管理局 (FSMA) 監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在**希臘**，本文件由**摩根大通有限責任公司——雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以**摩根大通有限責任公司**分行的名義登記註冊，註冊編號為 124。雅典商會註冊號為 158683760001；增值稅註冊號為 99676577。在**法國**，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為 842 422 972，**摩根大通有限責任公司巴黎分行**亦受法國銀行業監察委員會 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)) 及法國金融市場管理局 (Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 監管。在**瑞士**，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，其註冊辦事處位於 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 授權並受其監管。

在**香港**，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，**摩根大通銀行香港分行**受香港金融管理局及香港證監會監管。在**新加坡**，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。**摩根大通銀行新加坡分行**受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由**摩根大通銀行香港分行** / **新加坡分行**向您提供 (提供服務時會通知您)。銀行及託管服務由**摩根大通銀行香港分行** / **新加坡分行**向您提供 (提供服務時會通知您)。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。**摩根大通銀行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.)** 是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於**拉美國家**，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。

在**澳大利亞**，由**摩根大通銀行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367)** 和**摩根大通證券 (ARBN 109293610)** 發行。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋、概以英文版本為準。

「**摩根大通**」是指**摩根大通**及其全球附屬公司和聯屬公司。「**摩根大通私人銀行**」是**摩根大通**從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經**摩根大通**的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的**摩根大通**團隊聯絡。

J.P.Morgan