

美盛銳思

2018 年第四季小型股投資報告

無懼熊市—投資小型股的四個理由



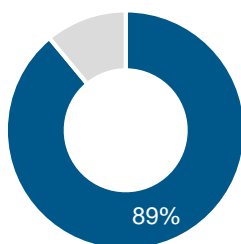
Francis Gannon

董事總經理暨共同投資長

銳思投資 12 年，產業投資經驗 26 年

40 年來小型股表現最差的季度之一

羅素 2000 指數中的公司
第四季報酬率為負值的佔比



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 12 月 31 日。過去表現不代表未來結果。

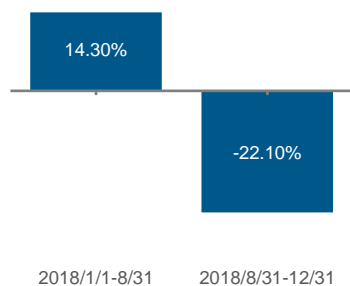
2018 年末三個月的市場修正幅度有多大？從下跌 20.2% 的小型股指數表現便可見一斑。這波下跌的深度、廣度和速度都甚為顯著，幾乎都創下了歷史紀錄。在羅素 2000 指數當中，89% 的公司第四季報酬率為負值—而在令人心有餘悸的 2008 年第四季股市大跌時，「只有」87% 的公司呈現負報酬率。

2018 年最後一季的跌幅不只創下小型股指數 40 年歷史以來的最大跌幅之一（在超過 160 個季度的歷史當中，只有 6 個季度的績效更差），下跌範圍的廣度也名列前茅。歷史上只有三個季度（1987 年第四季、1990 年第三季和 2011 年第三季）的下跌範圍超過 89%。

2018 年第四季的市場波動率也大幅上漲。羅素 2000 指數在 54% 的交易日當中出現了盤中漲跌幅度超過 1% 的情形，而在今年前三季當中，只有 22% 的交易日出現同樣劇烈的盤中震盪幅度。當然，美國小型股不是唯一表現不佳的資產類別，全球股票不論市值大小，都經歷了一個震盪且看空的第四季。

2018：大相逕庭的兩個市場

羅素 2000 指數



資料來源：銳思投資。過去表現不代表未來結果。

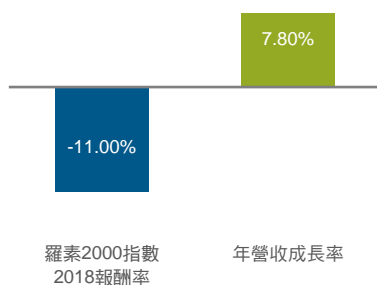
過去四個月的動盪使得 2018 年可說是讓人感到精神分裂的一年。羅素 2000 指數的全年報酬率為負 11.0%，這是由兩個截然不同的市場所組成的結果。2018 年的前八個月呈現多頭市場，股價大致呈現穩定上升的局面。但是羅素 2000 指數於 8 月 31 日創下歷史新高之後（年初迄今報酬率為 14.3%），小型股開始回吐全年的漲幅，不過截至 2018 年 11 月 30 日為止，小型股仍上漲 1.0%。

今年的跌幅大致上集中在 12 月，羅素 2000 指數在該月下跌幅度為 11.9%。截至年底為止，羅素 2000 指數涵蓋的 11 個類股在 2018 年第四季呈現全面下跌，其中 10 個類股的年度報酬率為負值（只有公用事業類股創造了正報酬）。以商品為基礎的景氣循環類股，如能源和原物料類股在 2018 年第四季和全年的跌幅最為慘重，而醫療保健和工業類股在第四季也蒙受了大幅虧損。本季度共有 10 個類股出現了兩位數的跌幅，而能源、金融、工業、原物料和房地產等 5 個類股的全年跌幅則達到了兩位數。

請參閱末頁的重要資訊。

令人深感困惑的重挫...

市場出現不同面貌



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 12 月 31 日。過去表現不代表未來結果。

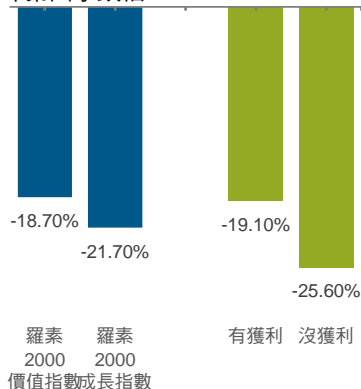
2018 年的全面下跌不僅止於美國市場，絕大部分的國際市場也呈現同步下挫。全球股市自 2008-09 和 2011 年以來，還沒有看過像是 2018 年這樣的情況。但是在前述的幾次市場崩盤當中，都存在明顯的催化因素。在第一個例子當中，全球進入了經濟衰退，並受到了金融危機帶來的衝擊。在 2011 年，對經濟衰退的擔憂像病毒一般揮之不去，且受到了金融危機的後續效應影響。先前的幾波小型股下跌，包括 2001-02 年和 1998 年的兩次在內，也都伴隨著經濟衰退或國際金融危機。

今日，雖然經濟衰退的風險確實存在，但至年底為止也只是可能發生的風險而已。所以我們認為值得強調的是，歷史上幾乎每次小型股出現超過 20% 以上的跌幅都伴隨著經濟衰退、獲利衰退或金融危機，而這些情況在 2018 年卻都沒有出現。

事實上，大部分的經濟指標即使從先前的高點有所下滑，但仍然表現穩健正面。房市和車市都出現了一些成長放緩的跡象，近來消費者信心也略顯下滑。部分區域性的聯準會展望調查也顯示了成長放緩的跡象，不過還未到經濟衰退的程度。同樣重要的是營業收入年增率和 2018 小型股報酬率之間的關聯性出現了脫鉤，顯示此重要的基本面優勢始終存在，但在市場下跌時期卻遭到了忽視。

...展現熟悉的模式

2018 年第四季跌幅：



不過從大多數的層面來看，這次的下跌有一種雖然令人不悅但卻熟悉的感覺：舉例而言，小型股的跌幅大於大型股，此情況與許多空頭市場時期一致，亦即小型股會比大型股先進入空頭市場（跌幅超過 20% 以上）。

在小型股當中，我們也看到了價值股表現優於成長股，配息股的跌幅小於非配息股，有獲利的公司表現優於無獲利的公司，以及防禦性類股到目前為止表現優於景氣循環類股的情形。這些現象大致也與過往歷史一致。

小型股的報酬率走勢符合歷史模式的事實讓人感到安心（雖然在短期內令人相當痛苦），但其也提振了我們對市場後續發展預期的信心。

經濟衰退還是風險重設？

在 2018 年底，市場似乎反映了經濟衰退的嚴峻情境，不論是國內經濟造成的衰退，還是美國史上首度出現由於中國、歐洲和日本經濟成長放緩所導致的衰退。雖然 2019 年出現經濟衰退或嚴重經濟放緩的可能性確實存在，但是我們想要強調的是最近市場的這波拉回似乎是源自於對經濟數據的宿命論詮釋。

不論經濟衰退是源自於國內或國外因素，我們對發生經濟衰退的可能性存疑，是因為我們看到的市場震盪幅度和經濟數據的表現完全不相符。雖然中國、歐洲和日本等經濟體的成長確實明顯放緩，但是它們當中沒有任何一個進入經濟衰退的

請參閱末頁的重要資訊。

階段。

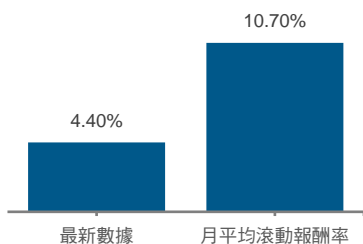
同樣的，對於此波下跌是因為市場擔心殖利率曲線反轉所導致的說法，我們認為雖然殖利率曲線反轉就過往歷史而言確實是經濟衰退的訊號（但非原因），但是 2 年期和 10 年期殖利率曲線尚未出現反轉。而過往當殖利率曲線出現反轉時，最晚要等到 20 個月之後才會看到經濟收縮的現象。

身為由下而上選股的小型股經理人，我們較為仰賴自己實際走訪探查所獲得的持股公司資訊，而非仰賴總經數據與趨勢。在此前提之下，我們認為經濟與獲利成長在 2019 年可能會放緩，但是並未到達衰退的地步。我們從公司管理高層所聽到的消息，加上我們所做的產業分析和 ISM 數據都顯示出審慎樂觀的展望，而無須做出恐慌或拋售的反應。

現在看好小型股的四個理由

是時候佈局小型股了嗎？

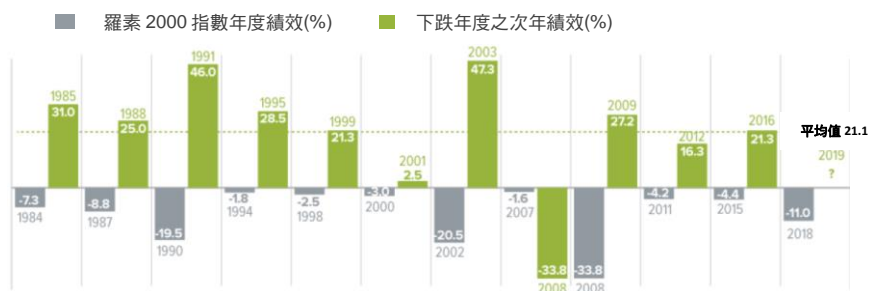
羅素 2000 指數年化報酬率（成立迄今）



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 12 月 31 日。過去表現不代表未來結果。

1、2018 年是羅素 2000 指數史上第 12 個下跌的曆年。在過去的 11 個下跌年度當中，有 10 年的次年報酬率為正值，平均單年報酬率為 21.1%（唯一的例外為 2007-08 年）。

羅素 2000 指數的下跌是否代表著買進的訊號？



資料來源：銳思投資，截至 2018 年 12 月 31 日。過去表現不代表未來結果。

2、從市場循環的角度來看目前的空頭時期也顯示了類似的結果。去年是小型股是場第 11 次從先前的高點下跌超過 20% 的期間。在過去 10 段期間當中的 9 段期間當中，從指數自高點下跌達 20% 的第一個交易日起計算的後續平均一年報酬率為 19.4%（唯一的例外同樣是 2008-09 年）。這些歷史數據顯示小型股在 2019 年很可能會有穩健的表現。

3、羅素 2000 指數截至 2018 年 12 月 31 日的五年平均年總報酬率為 4.4%。在過去數個季度的報酬率高於平均值之後，目前五年平均年總報酬率的數字已顯著低於小型股五年滾動月均報酬率的 10.7%。此轉變讓我們更為相信小型股投資人（尤其是主動式小型股投資人）－在未來五年的表現可望優於過去五年，這是數年來首見的現象。

4、小型股的股價現在顯得更為合理。由於小型股股價的下跌，加上獲利上升的相互作用之下，羅素 2000 指數的估值以我們偏好的 EV/EBIT（企業價值/稅息前盈餘）指標（中位數，不含獲利為負的數值）來計算，已從 2017 年 12 月 31 日的 19.5 倍降低至 2018 年 12 月 31 日的 16.4 倍。

我們認為，小型股的報酬率要比基本面在今年稍早所可支撐的水準要來得高，當時雖然許多企業擁有龐大的負債與或沒有盈餘，但羅素 2000 指數仍創下歷史新高。在 2018 年第四季時，市場似乎以特別劇烈的形式做了過度修正，以至於基本面（例如不斷增長的營業收入）在許多情況下比估值所反映的水準更為強健。

主動式經理人的機會—運用現金進行操作

自 52 週的前波高點下跌



羅素2000成分股平均股價下跌

雖然空頭市場帶來了比原本應有更多的挑戰，但是身為主動式經理人，我們很慶幸投資組合管理團隊當中具備因應下跌市場的豐富投資經驗。我們認為擁有對於先前市場修正動態的相關深度知識至為關鍵。

我們所有的策略都致力於在市場修正期間掌握在各個類股和產業當中具吸引力的長期買進機會，包括能源服務、RV 零組件、基礎建設、雷射光電、卡車運輸、銀行、門診醫療設施和半導體資本設備等產業。羅素 2000 成分股從先前 52 週高點至 2018 年 12 月 31 日為止，平均股價已經下跌了 37.2%，這波修正所創造的誘人股價水準可見一斑。

我們持續加碼買進那些我們最為了解，且對其有效因應逆境能力最有信心的公司。

在我們邁入 2019 年之際，我們對投資組合當中的持股具有信心，因其普遍擁有穩健的現金流量、適度的股價水準、有效的經營管理和令人振奮的前景。這些公司看來最有可能安然度過眼前更為波動也更具不確定性的市場環境。

布蘭迪全球投資管理

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

美盛為一家具市場領導地位的全球投資公司，致力於透過長期主動管理式投資策略，幫助客戶達成其財務目標。

- 全球投資資產超過7420億美元，投入各種股票、固定收益、另類投資和現金策略。
- 旗下擁有多元的專精領域投資經理人，各自擁有獨立的研究與分析方法。
- 在發掘投資機會和為客戶提供精明投資解決方案方面擁有超過一個世紀的豐富經驗。

* 截至2018年11月30日。

本文提及的任何個別有價證券，不得視為投資買賣的建議或邀約，且本文提供的訊息並不足以作為投資決策的依據，投資組合的配置、持股及特性得隨時變更。

本基金由銳思投資所管理

重要資訊

本文提及的任何個別有價證券，不得視為投資買賣的建議或邀約，且本文提供的訊息並不足以作為投資決策的依據，投資組合的配置、持股及特性得隨時變更。

本報告不得視為投資的建議，美盛的投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為美盛或其所屬企業對於證券買賣之建議。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理