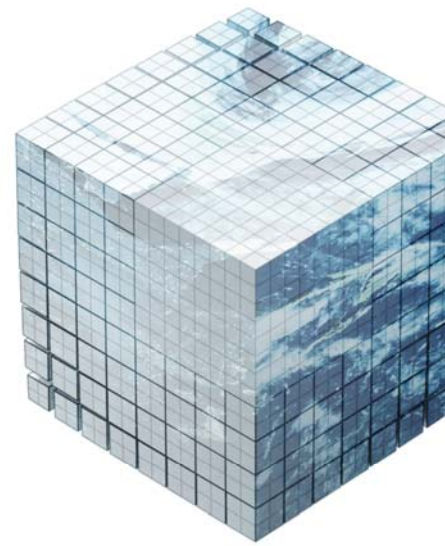


Janus Henderson
INVESTORS
駿利亨德森投資



市場衛星定位報告
股票
展望2020年



2020年， 股市能否跨越另一道憂慮之牆？



儘管地緣政治風險導致市場波動性攀升，但是股市仍在2019年創下歷史新高。倘若市場動盪一路延續至2020年(至少我們是這麼認為)，駿利亨德森股票團隊共同主管 Alex Crooke 與 George Maris認為回歸基本面將是每一個股市投資人的首要任務。

過去這一年，全球股市宛如雲霄飛車，隨著貿易摩擦與經濟成長趨緩的疑慮而高低起伏。即便如此，全球股市持續締造顯著的正報酬。10月下旬，標準普爾500指數寫下歷史新高，且主要的股票指數 - 包含已開發國家與新興市場在內 - 今年以來也大多締造正報酬¹。

然而，2020年全球股市還有進一步上漲的空間嗎？首先，我們認為地緣政治將對明年的股市表現帶來顯著影響 - 尤其是因為美國總統大選在即，英國脫歐懸而未決、以及貿易摩擦持續延燒。好消息是，各大央行持續鬆綁貨幣政策、各國可望採取財政刺激措施、且美國勞動市場依舊強勁。景氣循環雖已進入末升段，許多股票指數的評價高於長期平均值，但是目前股票的投資吸引力仍優於債券與其他資產類別，且全球約有13兆美元的政府公債呈現負利率。簡言之，2020年全球股市可能將再面臨一道憂慮之牆，但是這不代表股市已走到窮途末路。相反地，對於做好防護措施、回歸基本面的投資人而言，市場動盪反而能夠造就投資機會。

不確定的前景，
景氣訊號好壞參半

隨著全球工業活動趨緩，投資人日益擔心2020年是否將迎來經濟衰退。儘管經濟成長率常隨著景氣循環老化而放緩，但是我們認為政治事件乃是加速經濟成長下行的元兇。以美國為例：儘管消費支出活動穩健、失業率一度低到3.5%(50年新低)，但是美國企業信心指數卻在2019年下半年大幅萎縮，因為貿易摩擦導致出口活動下滑，企業延緩資本支出計畫。

我們無法預期貿易戰爭的走向，或是可能呈現兩極化結果的政治事件(例如美國總統大選)，但是政策不確定性攀升將在近期內對各個產業造成不同程

度的影響，因此我們認為分散配置投資組合將變得尤其重要。

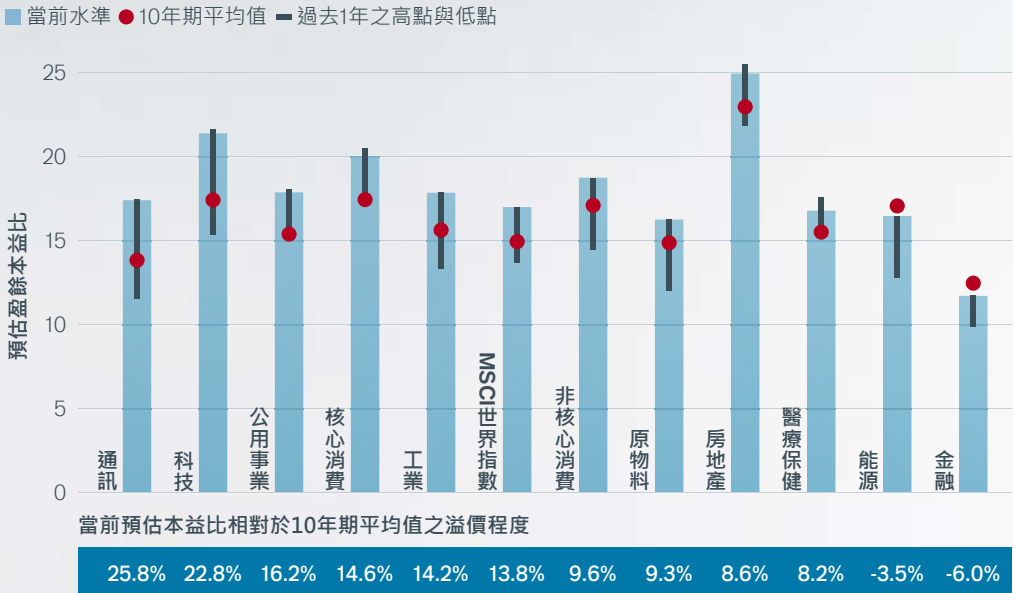
此外，我們認為投資人應徹底瞭解企業經營團隊有無能力穩渡種種的政治不確定性。部分企業的獲利成長不僅仰賴外在的經濟大環境，本身更持續創新產品、發掘具有綜效的併購標的、或是構築競爭壁壘。因此，無論外在的政經環境為何，具備上述特性的企業均可望締造優異表現。此外，越來越多的企業重視環境、社會、與治理因子(ESG) - 特別是稅負政策、環保法規、與隱私權保護政策正在改變大環境。我們認為能夠縝密因應前述挑戰的企業，方能為股東創造長期價值。

經濟成長轉弱，
政府可望採取行動

近期內，全球貿易仍是各界關注的焦點。倘若中美貿易談判能有所進展，屆時2020年企業獲利前景應可揮別陰霾並提振股市表現。相反地，中美貿易談判停擺則可能促使企業刪減資本支出與人力需求。有鑑於第二種情境發生的可能性，各國央行紛紛著手降息與重啟購債計畫，期望藉此刺激經濟活動 - 當然亦將支持股市表現。

表一：
全球股市本益比

大致上，股市評價大多高於長期平均值，但是包含成長性較低的產業在內，部分產業的溢價幅度更加顯著。



資料來源：彭博。每週統計資料，截至2019年10月25日。產業分類依據MSCI世界指數。未來12個月預估盈餘本益比。

然而，利率水準接近、甚至處於歷史低點，貨幣政策的效果也隨之遞減。歐洲央行前總裁德拉吉曾一再表示，歐元區政府應合力採取財政刺激措施，藉此提振企業投資活動。

到目前為止，聯準會在2019年已降息3次，並在10月份表示未來是否繼續降息，將取決於勞動市場與通膨環境。儘管如此，一旦經濟環境再度轉弱，我們預期聯準會降息將勢在必行。在其他地區，部分國家則已著手擴大財政刺激。英國財政大臣Sajid Javid已將2020年 - 2021年財政年度之政府預算擴張至15年來最大規模。日本政府已編列預算作為重點式減稅、發放消費券、與公共支出之用，並表示倘若日本受到全球經濟下行壓力的威脅，屆時不排除會再擴大財政刺激。

倘若上述刺激政策奏效，屆時仰賴GDP成長支持的景氣循環企業可望表現受惠。回顧過去，在景氣循環的末升段，每當政府釋出刺激政策的訊號，景氣循環產業常表現領先。此外，部分景氣循環產業仍有上漲空間，因為目前的投資評價低於大盤或是自身的長期平均值。另一方面，我們認為能夠引領破壞性科技、新興市場的中產階級崛起、以及醫療創新等長期趨勢的企業，股價亦將持續獲得支持。然而，景氣循環產業的表現若能反彈回升，亦將有助於降低股市報酬的集中度。

表二：債券相對於股票之投資評價



資料來源：彭博；每週統計資料，統計期間起自2001年2月2日，截至2019年10月25日，依據彭博巴克萊全球政府公債指數之最低殖利率，以及MSCI世界指數之收益率。最低殖利率意指投資可提前贖回債券時，可能獲得的最低殖利率。

動能反轉

我們認為股市報酬來源若能更加均衡分散將是好事一件。回顧2019年，投資人大多青睞傳統的防禦型類股；即便這些企業的自由現金流量成長低迷，但是投資評價仍照漲不誤。然而，9月份股市資金出現大幅輪動，從防禦型類股轉進先前遭到冷落的景氣循環股。我們認為股市動能反轉意味著投資人信心出現顯著的轉變：投資人再也不願花錢買個「安心」。同樣的情況也發生在IPO市場身上，一些知名的獨角獸企業(未上市新創企業，市值在10億美元以上)中止原訂在今年的上市計畫，因為市場漸漸不願意為毫無獲利可言的成長型企業付出任何代價。

解讀股市評價

儘管部分產業在過去5年的成長表現疲弱，但是目前的預估盈餘本益比遠遠高於10年期的平均值。舉例來說，不久前投資人為了追求安全性，不惜為核心消費等傳統的防禦型產業付出高昂投資代價。同時間，部分產業雖然擁有更加優異的成長動能，但是投資評價或溢價幅度反而更低。科技產業之所以呈現溢價，乃是因為科技產業擁有最為強勁的營業收益成長率。

過去五年之營業收益成長率

-0.1% ▶ 核心消費

3.4% ▶ 非核心消費

4.4% ▶ 金融

8.0% ▶ 原物料

11.3% ▶ 科技

資料來源：彭博。統計資料依據MSCI世界指數之產業分類，統計時間起自2013年12月31日，截至2018年12月31日。

對此，我們也抱持相同的觀點。儘管股市的投資風險高於已開發國家的公債，但是股票的投資評價相對更具吸引力。目前，MSCI世界指數的收益率為5.4%，較10年期美國國庫券的殖利率高出3倍以上，亦遠遠高於負利率的10年期德國公債。

現今，全球充斥著科技創新帶來的挑戰與政治不確定性，我們必須思考在評價數字的背後，哪些企業擁有優異的經營團隊、強勢品牌、以及拓展市佔率及/或自由現金流量的能力。某些企業的投資評價便宜，但不是便宜的沒有道理，因為這些企業可能會受到去中介化的衝擊；另一方面，較高的投資評價則可能反映該公司的市場領導地位與高速成長潛力。在高度動盪的環境下，如此細微的差距常為人所忽略，但是長期下來將造就顯著的報酬差異。

放眼全球投資機會

我們認為投資人應分散佈局全球市場。回顧2019年，研發創新與相對穩健的經濟體質令美股表現領先全球。展望2020年，我們認為其他評價相對具有吸引力、且具備上檔潛力之市場可望接棒領漲。

在歐洲，貿易戰爭衝擊歐元區兩大經濟支柱－製造業與出口貿易，加上英國脫歐的影響，導致投資人情緒尤其負面。然而，部分人士認為2020年歐洲的工業生產活動應可復甦－特別是

貿易談判持續進展的情況下。此外，歐洲央行在11月重啟購債計畫，大量的流動性應有助於提振經濟活動並穩定資產價格，甚至可望改善投資人看待歐洲的情緒。

同時，貿易戰爭正在改寫全球投資活動與貨物的流向，令部分國家受惠其中。根據亞洲開發銀行的統計，2017年至2018年期間中國在其他亞洲國家進行的綠地投資計畫成長近200%²。2019年1月到6月，美國自中國進口的貿易規模較去年同期減少12%，但是自越南、台灣、與孟加拉的進口貿易則分別增長33%、20%、與13%。

儘管部分新興國家的貿易成長亮眼，但是潛在的風險仍不得輕忽，因為新興國家的國營企業可能背負落實國家政策的使命，不一定會將少數股東的權利放在第一位。故此，無論是現在或將來，投資人都必須秉持投資紀律並重視企業基本面。

更多內容

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：投資展望系列包括我們股票、固定收益和另類投資團隊等主管撰文與一篇重點摘要。

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：2020年投資展望全文可於<https://zh-tw.janushenderson.com/taiwan/>網站查詢。

在駿利亨德森，各投資團隊定期討論、辯論不同觀點，但均享有充分的自主權決定各自對市場機會與風險的看法。本公司網站上「投資觀點」定期刊登投資組合經理人的評論，實踐我們知識共享的理念。



Janus Henderson

— INVESTORS —

駿利亨德森投資

- 1.所有資料均來自彭博，若無額外註明，統計日期均截至2019年10月31日
- 2.綠地投資意指投資人在他國領土設立新業務或擴展營業活動之計畫

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02) 8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有司法管轄區提供所有的產品或服務。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL1119(14)1220.TW.retail