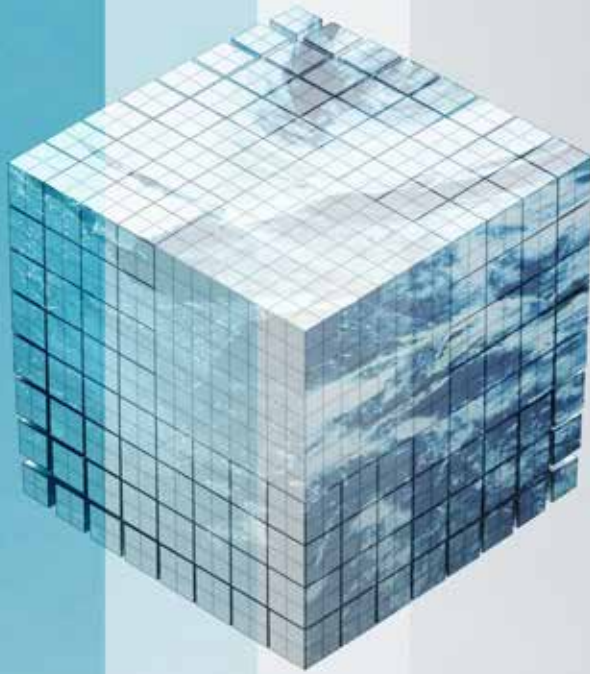


Janus Henderson

INVESTORS

駿利亨德森投資



市場導航
股票篇
2020年
投資展望



股市在2020年能否再次 攀越憂慮之牆？



地緣政治導致市場波幅加劇，
但無阻股市在2019年屢創新高。

假若市場來年一如我們所料般
波動，聯席股票主管Alex Crooke
和George Maris相信，股票投資者
更有需要聚焦基本因素。

過去一年，市場對貿易爭端和經濟增長放緩的憂慮升溫，環球股市上演「過山車」式的漲跌。儘管如此，股票仍錄得不俗升幅。至10月下旬，標普500指數升穿歷史高位，而且無論是已發展還是新興市場，大多數主要股票基準均高於年初水平¹。

當前問題是明年股市能否再接再厲？我們相信地緣政治是箇中關鍵，特別是美國總統大選臨近，英國脫歐尚有變數，而貿易談判仍在進行；但是，目前有一定利好因素，例如主要央行的貨幣政策寬鬆，各國政府可能推行財政刺激措施，以及美國勞工市場強勁。隨著經濟週期接近尾聲，不少股票指數的估值高於長期平均水平，但股票似乎較債券等其他資產來得吸引，而目前全球負利率的國債約達13萬億美元²。總括來說，股市在2020年可能需要再次攀越憂慮之牆，但我們相信不會偏離軌跡；相反，持續波動或能創造機會，只要願意扣好安全帶並繼續聚焦基本因素，投資者便能夠獲利。

指標各異，展望不明

隨著全球工業活動減慢，市場日益憂慮明年可能陷入衰退。雖然商業週期接近尾聲，增長一般有所放緩，但我們認為政治事件正加速經濟回軟；以美國為例，儘管消費開支強勁，失業率低見3.5%的50年低位³，然而貿易僵局觸發出口額驟降，企業亦減少資本支出，導致出口受壓，令美國營商氣氛在下半年急速惡化。

我們無法預測貿易戰何去何從，亦不敢推斷非黑即白的其他政治事件結果（例如美國總統大選）。不過，官方政策變得難以預測，短期內對各行各業造成不同影響，所以我們相信，分散部署對股票投資者來說尤為重要。

我們亦認為有必要透徹了解管理團隊能否駕馭這種環境。個別公司的增長並非單純跟隨經濟走強，而是屢創新猷、透過併購尋找協同效益或建立防禦網。不管政治和經濟環境如何，具備這類優勢的公司都有機會脫穎而

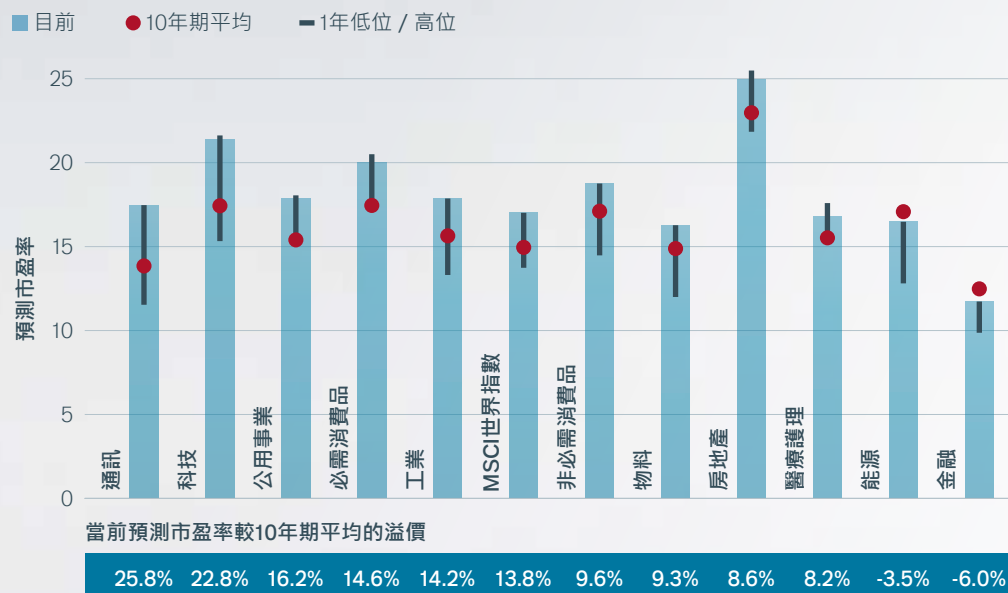
出。同樣地，不少公司愈來愈順應環境、社會及管治(ESG)因素，尤其是稅務政策及環境和私隱規例所掀起的變革。依我們估計，只要企業細心解決此類問題，長遠將能夠為股東創造價值。

增長存隱憂，可逼使政府回應

短期來說，全球貿易仍是首要議題。若中美貿易談判有所突破，或能夠消弭明年盈利預期的重大陰霾，繼而利好股市；相反，如貿易談判缺乏進展，企業便可能縮減資本支出和人

圖1：
環球股票市盈率

整體而言，不少股票的估值高於長期平均水平，但個別溢價較高，包括低增長行業。



數據來源：彭博。截至2019年10月25日的每週數據。行業分類來自MSCI世界指數。市盈率乃根據12個月預測盈利估算。

手。為了未雨綢繆，各國央行改弦易轍，放棄緊縮政策並著手減息，同時重啟買債計劃，旨在提振經濟，而這些措施通常會為股價帶來支持。

話雖如此，由於利率已經逼近或處於歷史低位，貨幣政策的成效可能開始減弱；即將卸任的歐洲央行行長德拉吉(Mario Draghi)亦發表類似言論，表示歐元區各國需要協調財政刺激方案，從而帶動投資需求。

截至目前，聯儲局年內已經三度減息，並且在10月時表示，未來會否再減息將視乎就業和通脹數據；然而，假如經濟轉差，我們幾乎肯定聯儲局會放鬆銀根。至於其他地區，個別政府已著手推出財政刺激措施：英國財相賈偉德(Sajid Javid)計劃將2020至2021財年的預算增至過去15年來的最大規模；日本則撥出資金擴大針對性的稅務減免措施，並推出購物券和開展公共工程，同時表示一旦全球經濟下行威脅日本經濟，將考慮實施更多財政刺激措施。

若這些行動取得成效，受惠於國內生產總值(GDP)的週期性股份便可能獲益。回顧過去，在商業週期尾聲，市場憧憬政府提振經濟，這類股票往往

圖2：債券 / 股票相對估值



資料來源：彭博；2001年2月2日至2019年10月25日的每週數據，反映彭博巴克萊環球國債指數最差收益率，以及MSCI世界指數的盈利收益率。最低收益率是投資可贖回債券時可以預期的最低收益率。

表現較佳；再者，其中個別行業較大市或長期平均存在折讓，變相有一定上升空間。可以肯定的是，我們認為科技顛覆、新興市場中產階層崛起和醫療護理創新等長期主題，將利好這類受惠長期趨勢的企業。但是，週期股反彈或會削弱近期股票跑贏大市的動力。

逆勢交易

我們認為，股市向好是利好先兆。即使自由現金流增幅微乎其微，但年內大部份時間，傳統防守型股份備受青睞，估值節節上升，但到了9月份，資金忽然從防守型股份蜂擁至遭受忽略的週期股。我們認為，這輪逆向交易顯示市場情緒有重大改變，投資者不

透視股票估值

即使過去五年增長乏力，但個別環球行業股票的預測市盈率仍遠高於過去十年的平均水平，當中包括傳統的防守型板塊，例如必需消費品，早前投資者仍願意為其安全性付出高昂溢價；相反，在同一時期，一些市盈率存在折讓或溢價較低的板塊卻錄得較佳增長率。另一方面，科技股溢價較高，但不無道理，畢竟此板塊的營運盈利增長率傲視同儕。

過去五年營運盈利的增長率



資料來源：彭博。數據基於MSCI世界指數的板塊分類，由2013年12月31日至2018年12月31日。

再不惜一切追捧「安全性」。首次公開招股(IPO)市場亦有相同情況，個別知名獨角獸(價值逾10億美元的非上市初創企業)擱置上市計劃，原因是市場似乎愈來愈看淡徒具增長但缺乏盈利的企業。

我們認為這是良性的懷疑態度。雖然股票的風險高於已發展市場的主權債券，但股票似乎相對較具吸引力，始終MSCI所有國家世界指數的盈利收益率為5.4%⁴，較美國10年期國債孳息率高出兩三倍以上，更遠勝德國10年期國債的負利率。

科技顛覆和政治不明朗籠罩環球經濟，所以我們認為有必要鎖定估值吸引的公司，重點是估值建基於優秀管理團隊、出眾品牌，並且過往能夠佔據市場份額及/或擴大自由現金流。個別股票的估值較低，原因可能是該行業面臨去中介化；而估值較高則可能反映公司的市場領導地位和快速增長的潛力。這些細微差異往往是投資組合長遠回報的分水嶺，在市況波動期間卻容易被忽略。

放眼全球，尋找機遇

我們亦認為投資者適宜分散地域配置。今年美股跑贏全球市場，或多或少是創新和美國經濟相對良好的功勞；但我們相信，到2020年，此火車頭地位將轉移至估值相對吸引且具備上行潛力的地區。

以歐洲為例，英國脫歐和貿易戰打擊製造業和出口，而兩者同樣是歐元區GDP的重要貢獻來源，故此市場情緒陷入低谷，但個別人士預測，明年工業生產將會回升，尤其一旦貿易談判取得進展。此外，歐洲央行在11月重啟買債計劃，透過流動性為經濟注入強心針，並有助資產價格保持穩定，甚至有利增加投資者對歐洲的信心。

與此同時，貿易戰驅使資金流入商品市場，個別地區成為大贏家。根據亞洲開發銀行的報告(ADO)，2017年至2018年，中國對其他亞洲發展中國家的「綠地投資」急增接近兩倍⁵。另一方面，2019年上半年，美國從中國的進口額按年減少12%，從越南、台北和孟加拉的進口額則分別上升33%、20%和13%⁶。

在權衡上述增長率前，投資者應一併考慮個別發展中經濟體的固有投資風險，畢竟這類地區的國有企業可能需肩負國家任務，少數股東的權益則未必受到重視。正如因此，我們認為，投資者需要在當前市場環境下嚴守紀律，並繼續聚焦來年的基本因素。



了解更多

市場導航：投資展望系列涵蓋我們股票、固定收益和另類投資主管的撰文，亦提供綜觀全局的資訊摘要。

登入JanusHenderson.com閱覽
《市場導航：2020年投資展望》全文

我們的投資團隊定期討論及分享意見，但亦可建立各自對市場機遇與風險的觀點。駿利亨德森網站的「投資觀點」一欄提供多位投資組合經理的評論，貫徹我們「知識·共享」的宗旨。

- ¹ 除另有註明，否則所有數據來自彭博，截至2019年10月31日
- ² 資料來源：彭博、彭博巴克萊環球綜合負收益債券市場價值，2019年11月
- ³ 資料來源：Refinitiv Datastream、勞工統計局、美國勞工部、美國失業率（經季節性調整），2019年9月
- ⁴ 資料來源：彭博，截至2019年10月31日
- ⁵ 「綠地投資」指投資者成立新公司或將業務擴展至外國的項目
- ⁶ 資料來源：亞洲開發銀行，2019年9月

於香港由證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）註冊及監管的駿利亨德森投資香港有限公司發行。本文件未經證監會審閱。

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，往績並非未來表現之保證。

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獲得的結果。

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。