



市場衛星定位

2021年 股市展望

2021年6月

我們投資團隊的最新季度展望：

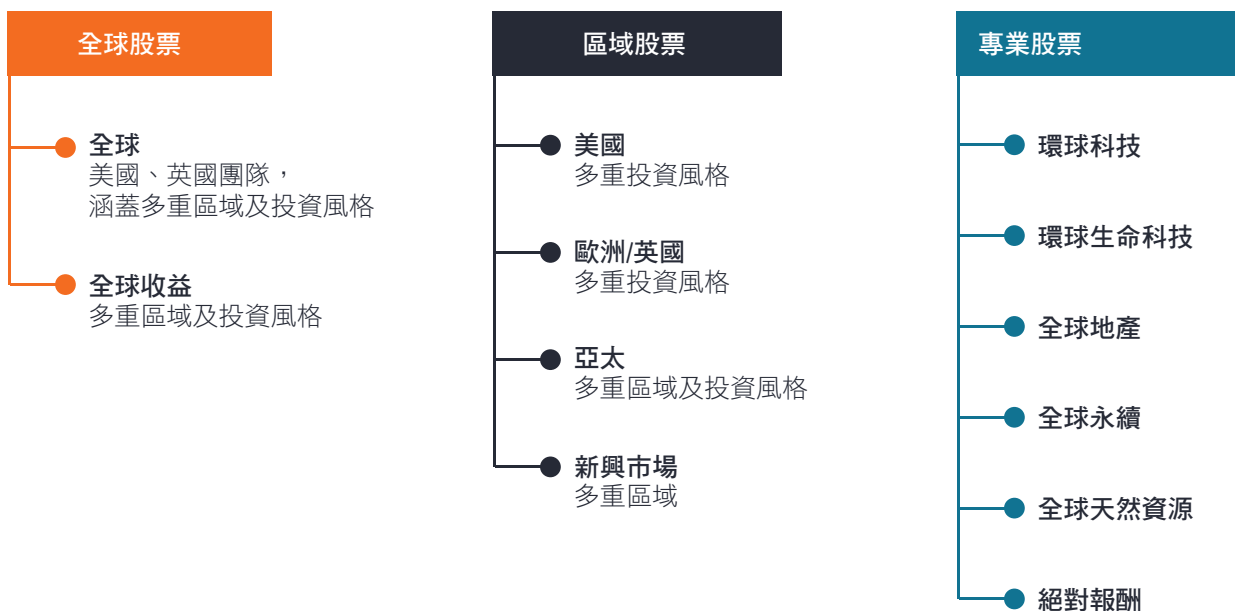
- ▶ 獨特復甦：接力賽開跑
- ▶ 再生、電氣、數位：第四次工業革命
- ▶ 地段、地段、地段：透過上市股票投資商用不動產應考慮之事
- ▶ 報復性消費-歐洲復甦新紀元

我們的股票投資能力

駿利亨德森以主動方式投資股市，深信基本面研究係卓越長期風險調整後報酬基石，自主思考、獨到觀點則是其中關鍵，投資組合面貌因此與指數迥異，各團隊則順應其目標市場改良投資流程並遵循嚴格風險控管機制，精選標的、展現獨特見解。

另外，各股票投資團隊獨立運作之餘亦互相支援、共享研究成果，豐富投資構想來源，同時公司鼓勵腦力激盪、熱烈討論，藉此檢驗、最終強化投資思維，成功與否以整體客戶獲利衡量，目標係締造長期穩定風險調整後超額報酬，不論市況如何均能擊敗參考指標與同類產品，而獲獎連連之獨家投資組合建構系統與以客為尊之企業文化乃投資團隊堅強後盾。

股票部門由Alex Crooke、George Maris共同領軍，其中包含162名投資專業人員，資產管理額高達2249億美元，而不同團隊各擅勝場，或放眼全球、或聚焦特定區域——美國、歐洲、亞太、新興市場，或專精個別產業，投資風格則涵蓋成長、價值及絕對報酬等型態。



¹ 資料來源：駿利亨德森投資，2021年3月31日數據

獨特復甦： 接力賽開跑



Matt Peron

股票研究總監Matt Peron將藉本文闡釋為何股市今年漲勢乃奠基於(非)景氣循環股盈餘展望樂觀。

重點摘要

- 》經濟重啟令商業、消費活動增溫，因而盈餘成長接替股價評價上升成為新引擎。
- 》早期循環復甦中，不同產業、地區受惠之階段各異，因此經濟成長將一波接一波。
- 》景氣振興計畫頻頻出爐，投資人必須小心通膨來襲。

儘管股市自疫情低點一路反彈不曾間斷，但領漲族群已明顯改變：2020年居家概念股使辦公、學習、購物得以遠距進行，股價因此步步高升並順勢拉抬大盤，同一時間具備持久長期成長題材之巨型網路平台與雲端運算公司亦歡慶豐收，簡言之，景氣急凍時，投資人願意支付溢價追捧少數仍能成長之個股。

及至今年，看好經濟廣泛重啟使得景氣循環股成為市場寵兒。且不同於去年底疫苗將獲核准、市場倚靠「希望」走高，如今漲勢推手來自盈餘提升，因此先前重挫但經濟復甦時預期表現亮麗之族群搖身一變成為領頭羊，價值股年初迄今報酬率超過成長股二倍，小型股亦逐漸拉開與大型股之距離。

儘管上述類股輪動大致沿襲市場循環戲碼，但2020年之衰退有其特殊性，故投資人應注意此番復甦型態可能不同以往，其中較溫和之說法係天災所衍生的經濟動盪通常為時短暫，惟疫情期間消費習慣改變、數位經濟加速茁壯，既有商業模式遭逢大規模破壞，慘況恐被景氣全面復甦所掩蓋，且同一時間又有史無前例之貨幣、財政措施干預，因此市場、經濟部分板塊所受影響實難以斷定。

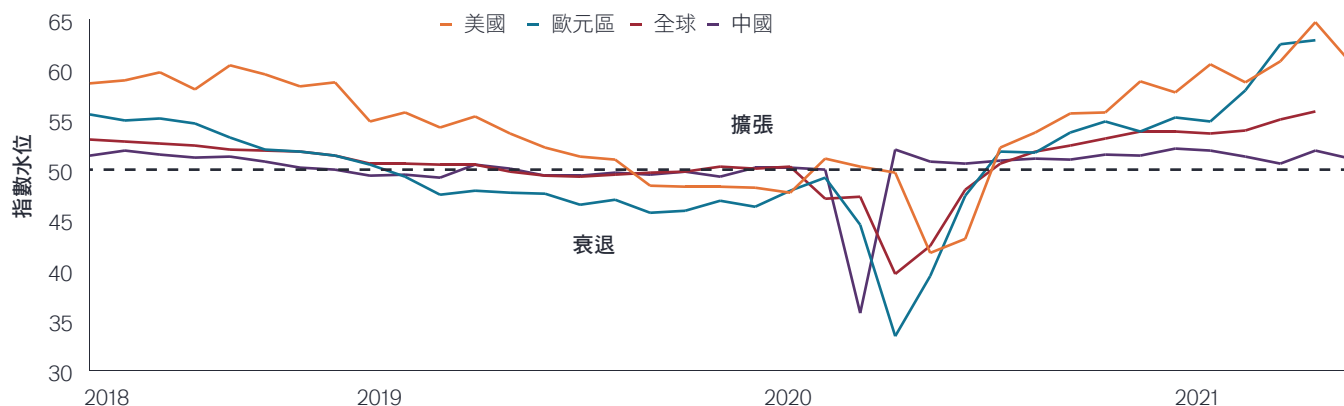
儘管上述類股輪動大致沿襲市場循環戲碼，但2020年之衰退有其特殊性，故投資人應注意此番復甦型態可能不同以往，其中較有利之說法是天災衍生經濟動盪通常為時短暫，惟疫情期間消費習慣改變、數位經濟加速茁壯，既有商業模式遭逢大規模顛覆恐被景氣全面回溫所掩蓋，且同一時間又有史無前例之貨幣、財政措施干預，因此市場、經濟部分板塊所受影響實難以斷定。

另一方面，景氣改善可能誤使投資人相信股市將一帆風順，而雖然我們看好近期盈餘表現，但卻反對「選市不選股」，原因係市場動態必將改變，政策失誤、通膨、流動性引爆市場騷亂等威脅亦虎視眈眈，當前飆股若策略或財報強度不足以支持盈餘增長橫跨完整景氣週期，一旦出現風吹草動，追捧買盤將迅速退縮。

賽局伊始

景氣回溫通常與衰退軌跡相映，此次疫後復甦似乎便是如此(與全球金融危機情況不同)，主要可歸功於大量於疫苗的努力，令解封國家增多，今年全球GDP預測成長率便高達5.8%，且如圖1所示，區域採購經理人指數顯示V型復甦已然展開，惟各地經濟雖因疫情橫掃全球而同步萎縮，復甦卻無同步發生，反而是接力出現。

圖1：全球採購經理人指數顯示景氣V型復甦



資料來源：Bloomberg，2021年5月14日數據。

「美國消費大軍勢將接手中國、推動下一階段的全球復甦。」

去年歐、美封城令頒布不久後，全球經濟獲得一線生機：中國政府透過其偏愛之政策工具——建築支出——釋出一系列刺激措施，待經濟站穩腳步並警覺過度槓桿隱藏之威脅，中國便不再一味寬鬆，惟此時跡象亦顯示美國疫情露出曙光；基於美國消費對全球經濟成長甚為重要，滿手存款與紓困支票之美國消費大軍勢將接手中國、推動下一階段的全球復甦。

此外，英國、歐陸等重要地區疫苗接種率攀升，因此2021年成長動能來源將更多元，可惜印度、巴西確診人數又爆增，必須依賴施打疫苗壓制疫情、穩定經濟局勢。

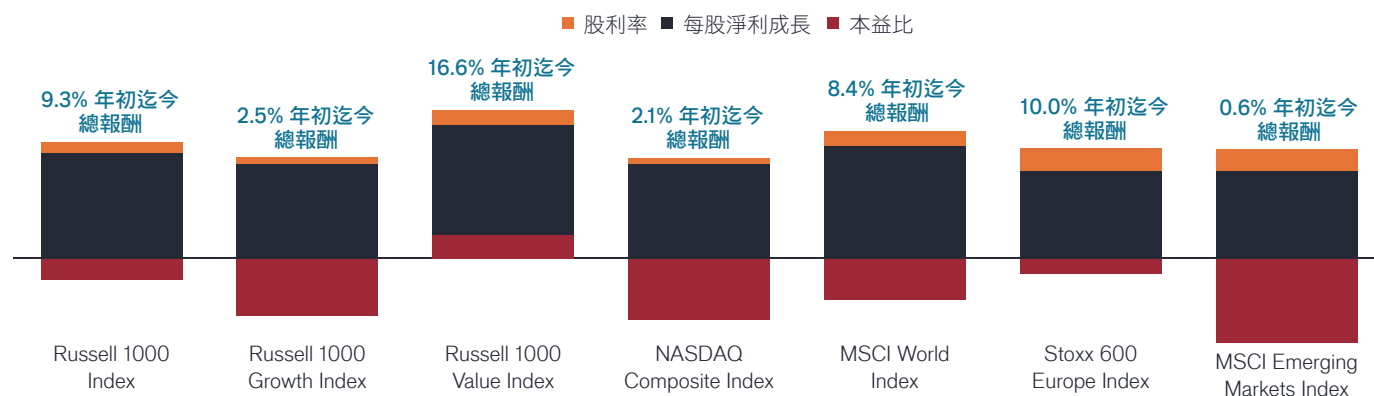
奠定基礎

2020年投資人追捧巨型成長股，造就一波植基於本益比擴張之漲勢，今年股市動能則來自盈餘成長看增(參見圖2)，同時早前疫苗研發報喜促成之

漲潮仍未退去，全球經濟亦明顯回溫，截至5月13日止前三個月中，MSCI World Index總體盈餘便上修逾7%，能源、材料、金融、通訊等景氣循環類股進步尤其顯著，其中通訊雖是去年助漲功臣之一，但今年續創佳績，原因並非長期增長題材，而是網路平台主宰線上廣告支出——隨企業積極爭取消費者注意，線上廣告支出勢必增加。

截至五月中為止，上述四大產業表現名列MSCI World Index前茅，其中原物料相關產業因工業原料投入需求看增而受到推升，金融業則受惠於年初殖利率曲線趨陡、銀行營業利差可望上揚。對比之下，防禦型產業表現落後，甚至去年擁有「防禦型成長」光環(指疫情高峰期間，巨型股因資金豐沛、戰略地位難以撼動而獲投資人青睞)之科技業亦有志難伸。

圖2：盈餘增長預期帶動股市上揚



資料來源：Bloomberg，2021年5月13日數據。

注資刺激景氣

美國放寬防疫禁令、其他地區提高疫苗接種率之下，經濟復甦層面勢必加大，並由渴望出遊、社交之消費者驅動，但盼望實現前，擴充產能、搶購原料之製造業者將是景氣主引擎。不過實際情況並非如此簡單，原因係2020年工業訂單銳減打亂各產業供應鏈(半導體始終短缺便是最佳實例)，必須重建連結方能加速循環早期復甦腳步，惟過程中可能遭遇挫折，導致成長受阻、通膨短暫竄高。

待工業產能增加、消費者打開荷包，交易便須有人處理，此時銀行不僅得益於景氣升溫帶動之殖利率曲線趨陡，交易量擴增亦將有利日漸壯大之金融科技公司(主要係支付處理商)，且隨消費者、小商家實際感受線上付款之便利與效率，疫情期間加速發展之數位交易將深植日常生活。

其他疫情期間普及之活動亦可能繼續盛行，以電商為例，多年來早已成為數位原民(digital natives)生活必需，其他族群——尤其是長者——則於封城期間加入陣營。簡言之，無論是付款或線上購物，個人與實體均難以重回效率低落之老路。

另一方面，某些生活型態雖無法維持疫情期間之普遍度，但亦不致退出經濟舞台。混合式的工作、與學習模式及其他線上社交便將繼續存在，如

此一來，「新」與「舊」之間便須取得新平衡，例如：封城期間單身人士坐困家中，線上約會意外成為疫情贏家，但親身接觸回歸後，數位互動料將退燒，但不致全部消失。

當然，部分疫情時代活動註定要褪色，電動遊戲便不可能永遠擴張，畢竟一日時數有限，且隨民眾放心尋求其他消遣，線上遊戲將難以維持2020年榮景，但相比其他行業因疫情引發行為改變而無法完全復原，遊戲產業已屬幸運。綜上，旅遊、社交活動勢必增加，但可被數位選項取代者將前途無「亮」。

獨特復甦帶來非常機遇

每次復甦初期幾乎均有寬鬆政策支持，因此政策失誤風險始終存在，即便當前復甦推手係企業獲利良好，但全球經濟遭政府強力干預之下，發生意外結果之機率已然提高。

有句至理名言說道：貨幣政策緊縮將敲響景氣週期喪鐘，2013年聯準會示意將限制資產負債時引發退場恐慌，市場便遭當頭棒喝，但央行無所作為令通膨加劇亦是風險；鑑於聯準會中期內維持寬鬆政策之立場堅定，通膨便是市場必須關切之風險，年初美國公債殖利率竄升，幕後黑手不排除正是物價上漲隱憂。

“ 電商多年來早已成為數位原民生活必需，其他族群——尤其是長者——則於封城期間加入陣營。 ”

“當前復甦推手係企業獲利良好，但全球經濟遭政府強力干預之下，發生意外結果之範疇已然擴大。”

儘管通膨稍有起色代表景氣改善，同時使企業得以加薪、轉嫁成本，但若通膨失控，所有高風險資產(不僅限於公司債)現時價值將減少，且一旦發生連鎖效應、央行為追趕通膨強力升息，上述緊縮政策扼殺景氣擴張之預言勢必實現。

截至目前為止，聯準會對中、長期美國公債殖利率上升保持謹慎，可能將之視為年底利率「推進器」，而殖利率雖停止暴衝，但若再度走高、危害經濟，主管機關料將採取更多寬鬆措施應對。

然而，巨額財政及貨幣刺激不僅招來通膨壓力、扭曲實質經濟定價機制，亦可能直接影響金融市場，資金氾濫併同利率低落便使投資人積極尋求更高收益，且往往利用槓桿放大報酬率。另一方面，市場動亂發生機率雖低，但並非全無可能，且按金融海嘯後市場結構觀之，流動性快速減除時，若投資人奮力去槓桿、拋售資產，將引發未能預見之後果。

根基終究是盈餘

前述情境一旦發生恐引爆無差別拋售，但塵埃落定後便可見真章——對比服用氾濫資金興奮劑之個股，擁有盈餘增長支持者更能屹立不搖，如圖3所示，能源、原物料、金融、通訊類股盈餘增長近期便格外強勁。

圖3：盈餘增長決定企業韌性

	年初迄今 總報酬	全年每股盈餘估計值 三個月變化幅度
MSCI世界指數	9.5%	7.4%
通訊	13.3%	11.1%
非核心消費	5.5%	3.7%
核心消費	5.4%	-0.9%
能源	26.0%	45.2%
金融	22.7%	11.4%
健護	5.6%	1.7%
工業	12.8%	4.1%
科技	1.4%	6.7%
原物料	15.8%	17.1%
不動產	10.9%	4.3%
公用事業	2.7%	-0.8%

資料來源：Bloomberg，2021年5月14日數據。

同樣地，倘利率急升、景氣復甦停滯，能夠安度風暴者亦是盈餘增長不曾停歇之企業，全球經濟數位化相關題材便可突顯此點，惟鑑於2021年基本情境應是復甦層面擴大，投資人若能平衡配置非景氣循環型部位與盈餘將隨景氣升溫而增加之優質企業，應可期待豐收。

再生、電氣、數位： 第四次工業革命



Hamish Chamberlayne

全球永續股票主管兼投資組合經理人 Hamish Chamberlayne 分析未來十年轉型期間將遭遇之變革，同時闡釋數位化、電氣化、去碳化之重要性。

重點摘要

- › 化石燃料經濟高度複雜且相互依存，因此梳理排碳體系並非易事。
- › 國際政界對氣候議題立場更加一致，意味全球潔淨科技投資同步大爆發之環境逐漸成形。
- › 數位化、電氣化、去碳化(「DED三化」)乃達成社會、環境永續目標之強力催化劑。

人們理解永續與創新息息相關已近三十年，如今將再迎接十年重大變革，亦即轉型低碳經濟進程終於開始加速，去碳化將成為世代重大投資趨勢、深刻影響各產業。

何謂低碳投資？

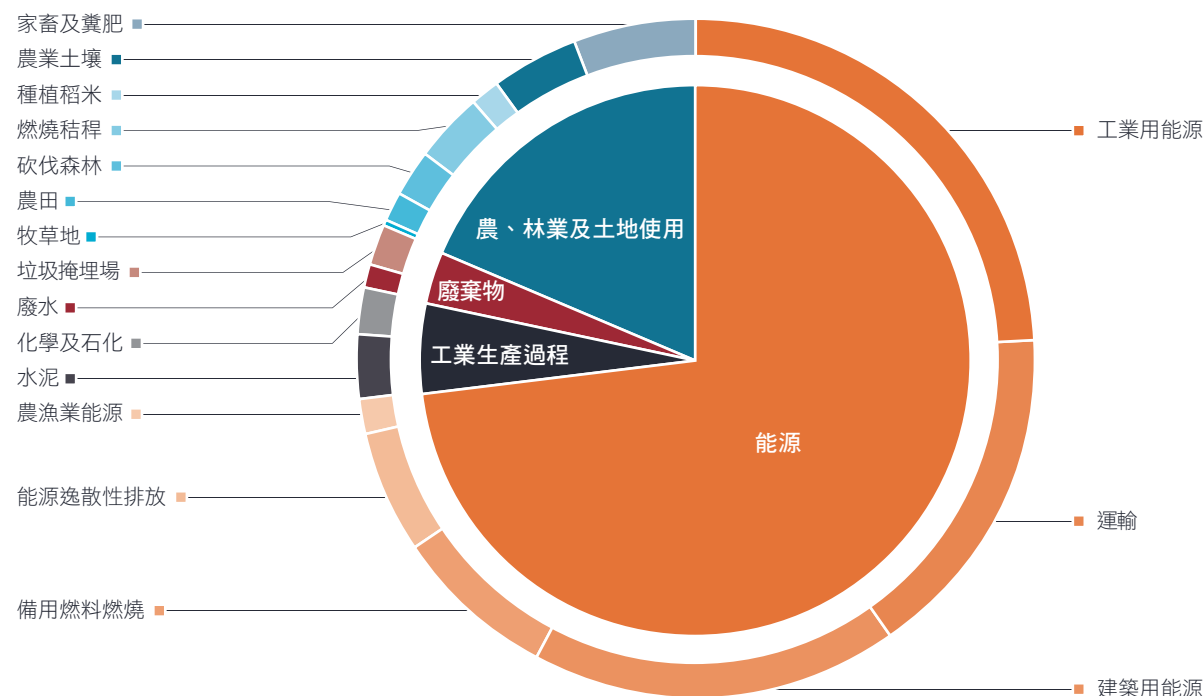
低碳投資遠不止於投資再生能源公司、摒棄化石燃料投資部位，畢竟工業革命開始後250年來，人類便利用化石燃料做為成長引擎，經濟出現長足進步，但同時亦造成副作用，因排碳流程深入日常生活、難以完全捨棄，就本質上而言，化石燃料早已與全球經濟體系密不可分。

此外，幾乎所有產業均排放溫室氣體，主要者包括：運輸、發電、工業、農業、商用及住宅建築，惟如圖1所示，化石燃料經濟高度複雜且相互依存，每一產業之下可再細分為眾多從屬產業與行業，且其受化石燃料帶動程度各異，因此欲梳理排碳體系並非易事。

潔淨科技投資同步大爆發

時至今年，全球重要國家紛紛提出宏大願景、直接對抗氣候變遷，40名世界領袖四月便召集「氣候領袖峰會(Leaders Summit on Climate)」，線上討論氣候危機，其中白宮表示將以2005年為基準，2030年減排50%~52%；中國國家主席習近平則宣布2026年起逐步減少煤炭用量；英國政府更訂立全球最具野心之氣候變遷目標——2035年排放量將較1990年銳減78%，其第六次碳預算將納入國際航空、船運排放量，如此可望達成2050年淨零碳排目標之75%。

圖1：全球各產業溫室氣體排放



資料來源：2020年World Resources Institute之 Climate Watch組織報告。全球溫室氣體排放數據起自2016年。

2021年4月40名世界領袖四月便召集「氣候領袖峰會(Leaders Summit on Climate)」

減碳計劃



以2005年為基準，2030年減排50%~52%



2026年起逐步減少煤炭用量



2035年排放量將較1990年銳減78%

“當下國際政界對氣候議題立場更加一致令人欣喜，意味全球潔淨科技投資同步大爆發之環境逐漸成形。”

眼下國際政界對氣候議題立場更加一致令人欣喜，意味全球潔淨科技投資同步大爆發之環境逐漸成形，但上述氣候宣示對化石燃料經濟有何影響？

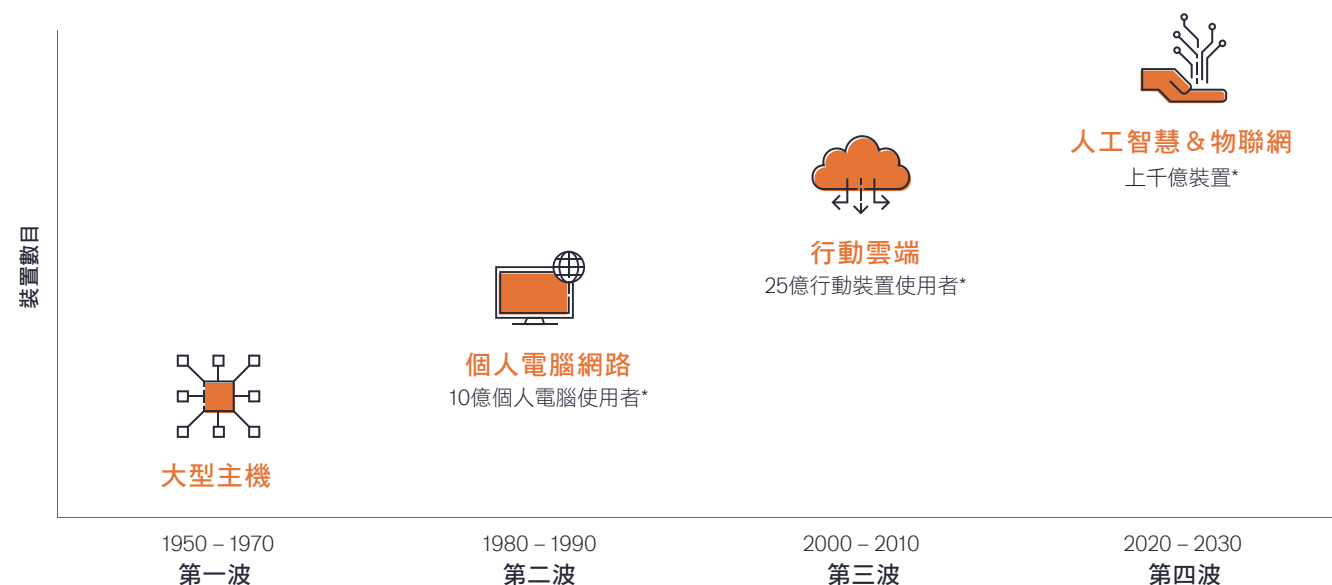
為達成溫度限升1.5°C目標，必須針對不同產業、行業提出多重解決辦法，各國亦須於未來二、三十年將初級能源之電氣化比例由20%提高至50%，而美國已制訂重要法規，部分學校巴士將改為電動車，且將改裝建築物以符合更嚴格環保標準、降低煤炭用量與天然氣發電、投資電力及再生能源基礎建設。在此同時，英國宣布2030年禁止銷售柴油、汽油車，並宣布投入2000萬英鎊補助電動車。

十年重大變革

電動車將風行全球尤其令人興奮，因電池及運算科技持續進步、相關成本逐漸降低之下，電動車可望大量生產、採用，此一現象即所謂「S曲線(S-curve)」，其線形說明新創科技起初發展緩慢，成熟時開始加速，最終趨於穩定，而電動車僅是其中一項實例。簡言之，目前應是十年重大變革起點，S曲線將出現於眾多產業。

此點可以LED燈泡先做說明：其發光過程稱為「電致發光(electroluminescence)」，與傳統白熾燈藉加熱燈絲發光不同之處在於LED燈透過半導體材料傳送電流以發射光子，而此一流程亦可用於傳送數據，無線光通訊(LiFi，近似WiFi)便是利用LED發光原理傳送數據之無線通訊科技。

圖2：第四次工業革命——工業、技術經濟合而為一



資料來源：駿利亨德森，2021年數據；*Citi Research，2016年12月31日數據。

LiFi詳細技術內容引人入勝，但更值得注意者係電氣化與數位化息息相關，因電氣化持續發展之下，所有物品將走向「智慧」與連結之路，不同產業、行業間之界線將趨於模糊，且隨科技進步、萬物連結更加緊密，未來十年多條S曲線將發動，屆時傳統類比式產品將退出舞台、遭新世代雲端運算與工業物聯網取代，而此一轉變已見於智慧汽車、手錶、甚至冰箱，應可據以認定第四次工業革命到來(參見圖2)。

第四次工業革命使經濟型態擺脫「化石類比」、邁向「再生電氣數位」，而此一過程正是去碳化、轉型低碳經濟之核心，發展主軸則是數位化、電氣化與去碳化(「DED三化」)，全球經濟所有面向均將受其影響，為此，投資組合亦當順應變革，更何況DED三化發展已因去年疫情加速，彼此融合後將是達成社會、環境永續目標之強力催化劑。

地段、地段、地段： 透過上市股票投資商用 不動產應考慮之事



Guy Barnard



Tim Gibson



Greg Kuhl

投資上市股票已成為切入商用不動產日益受歡迎之管道，以下將由投資組合經理人Guy Barnard、Tim Gibson、Greg Kuhl一同探討其中重要考量。

重點摘要

- 》上市不動產中，個股、產業表現落差顯著，但投資機會隨之浮現，依據投資目標主動出擊、嚴選持股將是關鍵。
- 》探索投資機會時，必須擁有專業評價技術且能洞悉重塑不動產風貌之潮流。
- 》一如許多資產，環境、社會、治理(ESG)因素係未來表現關鍵，對上市不動產尤其如此，需要專業判斷與主觀性方能妥善建構投資組合。

「房地產三大準則：地段、地段、地段！」此一名言實際出處已無可考(最早見於芝加哥論壇報1926年一則不動產廣告)¹，但經年累月後依然中肯，投資不動產首重地段之觀念廣為各界接受。

然而，「地段」及其他特定因素之外，不動產資金配置尚有其他重要面向須考慮：是應透過直接持有建物或各式私募不動產基金，將資金投入私人市場不動產？抑或選擇上市不動產股票(亦即交易所掛牌之地主公司，收入來自持有、買賣、開發產生收益之不動產)？倘決定投入後者，便須另外評估應採取被動(買進上市不動產公司指數)或主動(投資標的選擇更嚴謹之基金)方式。鑑於愈來愈多投資人有意進軍上市不動產此一相對新穎並茁壯中之資產類別，本文及時地來探討投資應注意事項。

不動產投資評估事項

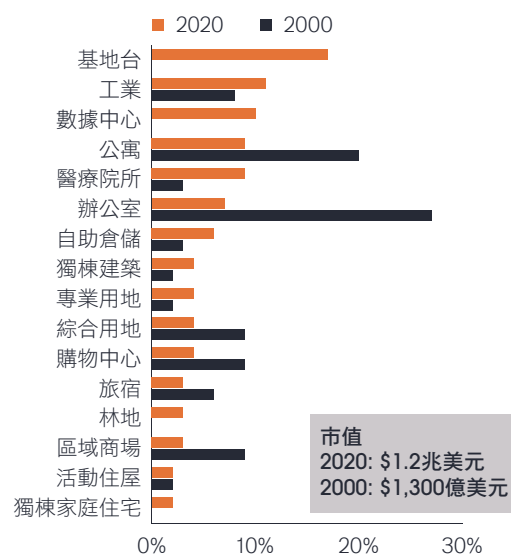
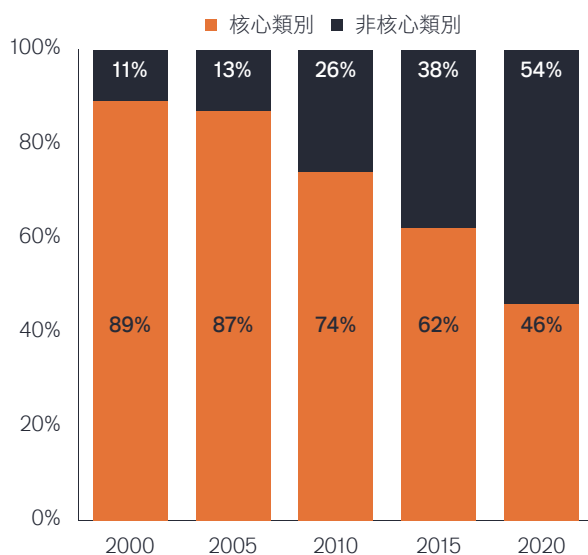
了解細節十分重要！原因係上市不動產包含數百家企業，持有之實體資產不計其數、種類豐富且遍及全球，伴隨而來的便是供需特性各異，如：部分類別對地主較為有利。此外，上市不動產公

司規模龐大，經營團隊隨時尋找合適機會籌募、部署資金，且通常專精單一類別地產，高階主管更是身經百戰、具備私人不動產與上市股票專業之人才。

以商用不動產而言，其下可分為「核心」與「非核心」二類，前者如：零售、工業、辦公室、集合住宅，後者則於近二十年內顯著成長(參見圖1)，可供投資之類型大為增加，例：單一租戶零售建築、休閒娛樂場所、基地台、數據中心、獨戶出租住宅、自助倉儲、實驗室、活動住房社區(居民以提早退休人士為主)、醫療院所。

長期而言，儘管過去績效不保證未來表現，但「非核心」地產表現的確優於「核心」者²，且由於許多非核心地產類型運作強度大、區分細緻(亦即數量較少、但價值極高之單一物業)，因此打造資產組合即便無費時數十年也得花費數年，需要豐富經驗方能加以管理，且此類企業極其不易複製，格外適合長期投資並可自公開股票市場持續取得資金。

圖1：美國上市不動產持續茁壯(占指數百分比)



資料來源：NAREIT，2020年12月31日資料；上列數據均取自FTSE Nareit All Equity REITs Index，該指數係一自由流通量調整市值加權指數，包含所有於紐約證交所、美國證券交易所(AMEX)、那斯達克全國市場(Nasdaq National Market)掛牌之無租稅優惠(tax qualified)美國不動產投資信託(REITs)。

重大主題

房地產市場風險、機會有其獨特性且不斷演變中，若欲加以分析，應格外注意下列三大主題：

1.主動或被動？

上市不動產可透過買進合適之指數進行被動投資，亦可選擇主動管理型投資組合，但由於不動產乃專業領域，需要特殊知識與高度鑑別能力，因此主動型投資組合應較適切。

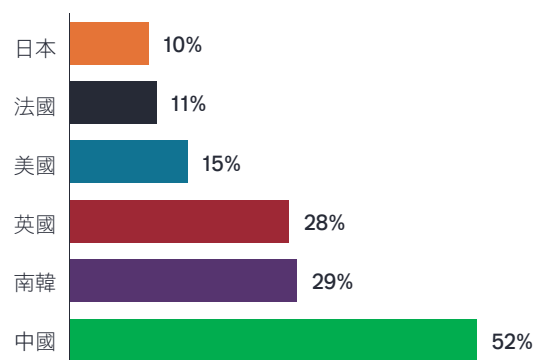
此外，上市不動產投資標的眾多，主動管理型經理人可依特定目標需求嚴選持股，而此一鑑別能力乃是關鍵，原因係各類不動產型態各異、評價分析十分重要——欲估算上市不動產公司之有形資產價值，一可透過傳統股票評價方法(本益比、折現現金流、股利成長模型)，二可借用私募市場技術，如：觀察可比銷售(comparable sales)、預測內部報酬率(Internal Rate of Return)，若雙管齊下，主動型經理人便能深入了解內在價值，實力高超者更可同時參酌股票每日流動性、把握潛在錯價機會；鑑於不動產個股、產業表現落差巨大(見圖2)，此一能力尤其重要。

2.生態改變

過往成功方程式(指目前指數權重高之地產類型)或許不適用於未來，潛在顛覆之一例則是人口結構改變，嬰兒潮、千禧世代偏愛之住房選項便因此有異，而數位化浪潮亦是重要顛覆力，衍生現象即為電商崛起，數據傳輸、消費亦隨之爆炸性成長，且民眾居住、工作地點選擇同受影響(見圖3)。

圖3：電商崛起為影響不動產之關鍵趨勢

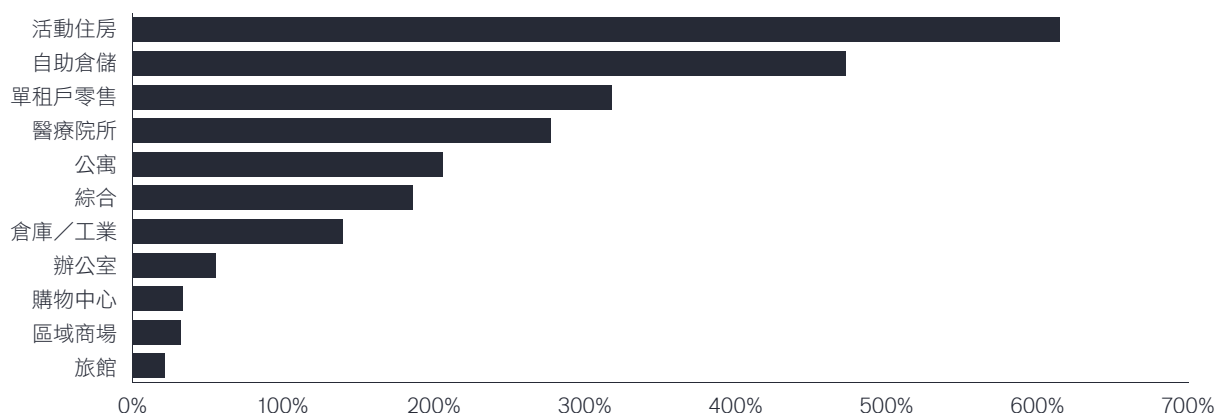
電商營收率(2021年估計值)：
已開發國家成長空間大



資料來源：eMarketer、美國人口普查局2020年第二季末數據、Prologis。

圖2：不同地產類型表現各有高下

美國各類地產15年累計總報酬



資料來源：彭博各類不動產指數。累計總報酬涵蓋期間為2006年3月31日至2021年3月31日。過去績效不保證未來表現。上列各類地產分別代表一檔Bloomberg REIT Index(BBREIT)市值加權從屬指數，而Bloomberg REIT Index本身係一市值加權指數，1993年12月31日起始值為100，內含之不動產投資信託市值均達1500萬美元以上。

上述趨勢或意味部分核心地產類型（如：辦公室、零售）將面臨嚴峻挑戰，倉庫、基地台、專業住宅等其他領域則將受惠，而尚未納入參考指標之非主流地產類型亦值得留意，若能發掘、切入該等新興板塊，對不動產投資將大有裨益。

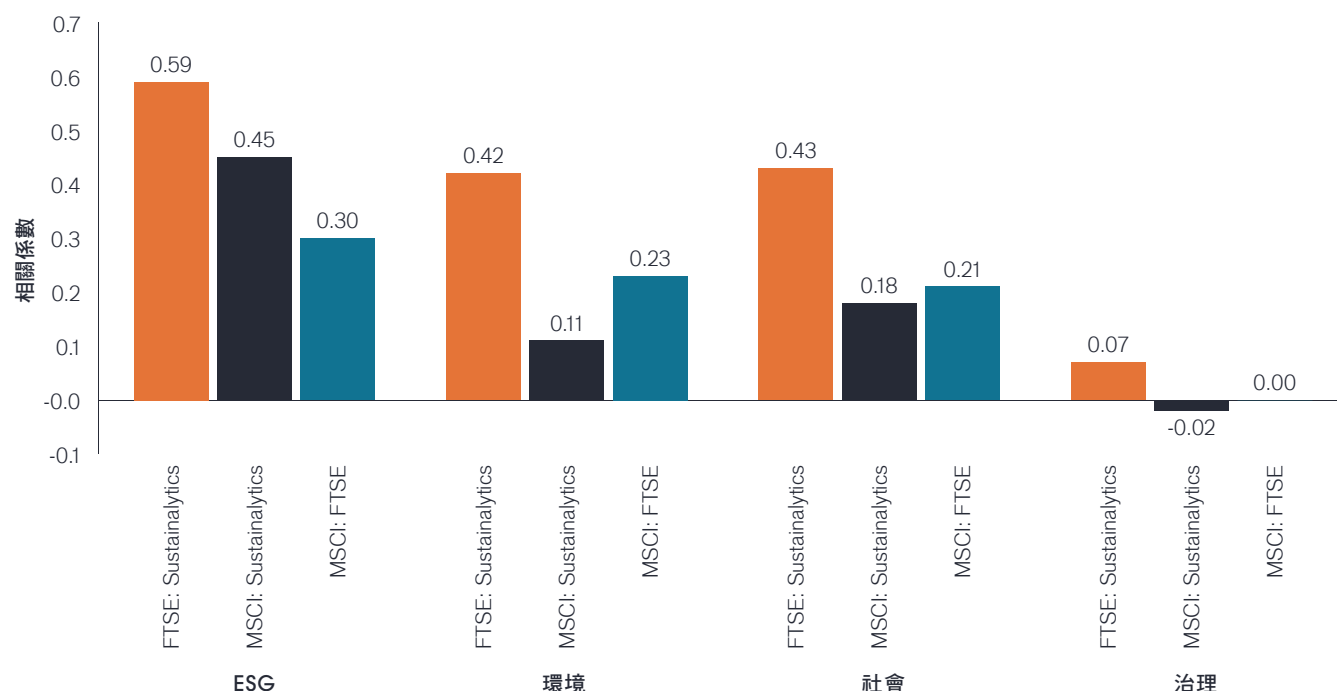
3. 無法自動整合ESG

不動產投資組合建構有效整合ESG因素有賴專業判斷及主觀性，儘管試圖為不動產公司ESG表現量化評分之第三方機構眾多，但棘手之處在於應衡量何種指標、如何評判某家企業特定ESG面向成績是好或壞，該等機構幾無共識(如圖4所示)，因此主動出擊、嚴選標的絕對有其必要性。

“ 重塑生活方式之動態趨勢逐一出現，因此塑造上市不動產投資組合必須放眼未來，若選擇投資指數方式，將有如依賴後照鏡駕車。 ”

圖4：ESG評分數據差異甚大

不同ESG評等機構之個別企業排名相關性



資料來源：Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020。ESG分數取自MSCI、FTSE Russell及Sustainalytics，計算分析則由Dimson、Marsh、Staunton進行。相關係數衡量者係二項變數走勢異同程度高低：係數+1代表該二變項同方向前進，係數為-1意味走向相反，係數為0.00時表示二者無關。相關係數互比可協助發掘高度相關之特性、提升關係預測準確度。

企業所屬行業型態各異、難以相互比較之下，ESG因素分析便無法如資產負債表一般明確，若欲實質比較上市不動產公司ESG表現，必須確切掌握該公司之地產組合、資本配置、經營團隊動機及董事會監督力度，挑選特定不動產ESG準則亦須考量不同地產類型、市場之營運差異；換言之，不動產係專業領域，各家公司均有獨特評估面向，無法使用統一報告指標，這意味建構投資組合時納入理性 ESG考量係艱鉅任務，必須以主動管理方式應對，且若能依據縝密判斷正確處置，投資組合建構融入ESG準則將可有效提升績效。

總之，由於地段往往係地產物件唯一無法改變之面向，因此「地段、地段、地段」永遠是不動產投資圭臬，但投資手法絕對可以大幅改變，而切入上市不動產為快速把握多元、潛在良好機會之蹊徑。

1.資料來源：《The New York Times Magazine》2009年6月26日文章〈Location, Location, Location〉。

2.資料來源：彭博各類不動產指數。累計總報酬涵蓋期間為2006年3月31日至2021年3月31日。過去績效不保證未來表現。

報復性消費- 歐洲復甦新紀元



John Bennett

報復性消費需求能否開啟歐洲投資價值？本文將由歐洲股票總監 John Bennett 探討推動歐洲前進之重大趨勢。

重點摘要

- 》隨世界逐漸走出疫情陰霾，下階段復甦將由儲蓄創新高之消費者領軍。
- 》英國脫歐等政治動盪與疫情令歐股備受冷落，當烏雲散去便可見歐、美股票評價落差極大。
- 》為對抗疫情，各國同步推動空前之財政、貨幣措施，通膨勢將上升，為加強投資歐洲提供良好理由。

歐洲近數月雖曾再度實施防疫禁令，但如今疫苗接種已見明顯進步，而工業族群經歷深度V型復甦後，下一輪V型復甦應是由消費者領軍。儘管必須嚴防病毒突變，但大環境發展方向無疑係逐漸恢復社經常態，唯一不確定者僅是回復速度。

經濟重啟大戲

疫情終結露出曙光之際，許多消費者因封城期間消費機會有限、失業補助優渥而累積空前大量存款，眼下有如猛虎出柙，順勢創造「報復性消費」一詞，而消費復甦盛況如何，由英、美、以色列等疫苗接種進展最大國便可一窺究竟，民眾的希望清單中滿是服飾、餐飲、渡假、化妝品、家居用品等項目，預估歐洲疫苗接種急起直追後，應可上演同等榮景。

整體而言，民眾財務料將維持穩健，原因係美國勞動市場驚喜頻傳，且若就業增長速度不變，2021年底即可回歸疫情前水準。而英國政府將增加支出、提振就業，因此2021年經濟成長率可望突破6%。歐盟方面，除個別國家措施外，執委會提出高達1000億歐元之「緩解緊急事件失業風險(Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency)」計畫，透過對會員國貸款協助民眾

保住工作機會，而歐洲央行2020年亦採取寬鬆政策，放寬《穩定暨成長公約(Stability and Growth Pact)》規定、協助各國政府對抗疫情之經濟衝擊，同時針對個別國家及歐元區推出多項措施(參見圖1)。

圖1：2020年宣布之財政補助

	財政刺激	占2019年GDP百分比
歐盟復甦基金	7500億歐元	4.40%
法國	2700-3000億歐元	11.50%
德國	2360億歐元	6.90%
義大利	250億歐元	1.40%
瑞典	3000億瑞典克朗	6.10%
西班牙	170億歐元	1.40%
挪威	1000億挪威克朗	3.40%

資料來源：駿利亨德森、摩根大通，2020年11月30日數據。

另外，英國脫歐等政治亂局與疫情衝擊導致投資人對歐股興趣缺缺，然隨該等阻力消散，歐、美股票評價之巨大落差便不再合理(參見圖2)，且就基本面而言，近來歐洲企業財報頻頻輕鬆超越分析師預期，令人欣喜。

圖2：歐、美股票評價落差甚鉅



資料來源：駿利亨德森、Refinitiv Datastream，1983年2月1日至2021年5月1日數據。
過去績效不保證未來表現。席勒本益比(Shiller P/E Ratio)係反映市場週期性之調整後本益比。

風險與報酬

居家風潮掀起後，視訊、科技、餐飲外送、軟體即服務(SaaS)等行業成為大贏家，本益比水漲船高，股價反映投資人厚望(情況直至近期方改變)，同時疫情又為十年來成長股漲勢助威，科技業比重高之美股表現便優於歐洲。另一方面，市場二元特性導致許多優質企業股價受挫，本益比(股價)暗示前景堪慮，而歐洲股市以鋼鐵、農業、製造等「舊經濟」產業為主，評價極其低廉，使得歐洲市場有幸擁有一些優勢。

各產業之中，最能突顯上述歐、美對比者莫過於汽車業：一方為美國上市、尚未獲利之電動車顛覆者特斯拉*，股價之高宛若宣告公司將主宰全球，一方則為賓士*、BMW*等歷史悠久之歐洲精品車廠，股價低迷彷彿將被電動車浪潮淹沒，惟股價評價落差如此巨大之下，即便市場觀點僅是小幅變化，亦將對股價有重大意涵。

通膨終將回來？若是，歐洲將受惠

美國成長股比重較高，利率低落帶動其近十年表現領先歐洲，惟各國為對抗疫情同步推出空前財政、貨幣措施，創造出自全球金融危機以來通膨回升的最佳條件，倘若通膨未如聯準會預期僅是「暫時的」，市場風向將可能轉變，屆時投資人將捨棄成長股、轉向價值股，並且進軍歐洲、遠離美國。

Janus Henderson
— INVESTORS —

駿利亨德森投資

如想了解更多消息，請立即瀏覽<https://zh-tw.janushenderson.com/taiwan/>

觀點截至發布之日。文件僅供資料參考，不應被使用或解釋為投資，法律或稅務建議，或要約出售、要約買賣，或建議買賣或持有任何證券、投資策略、市場行業的建議。任何內容均不得視為直接或間接對任何客戶提供投資管理服務。觀點和範例僅就廣泛主題加以闡述，並非表示交易意圖，且隨時有變動及並不反映公司其他人的觀點。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，無法確保所提供的資訊是完整或及時且亦不保證使用它所獲得的結果。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資，且合理地相信並依賴於第三方的資訊和數據來源。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。資料或資訊可能受法律限制，未經書面許可不得複製或引用，也不得在任何司法管轄區或情況下違法使用。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。

基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢<https://zh-tw.janushenderson.com/>及境外基金資訊觀測站網址<http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，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。駿利亨德森為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。
©Janus Henderson Group plc。

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。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，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。

JHITL0621(3)1221.TW.retail