

2014 年全球股市投资展望

亮点在发达市场 看好 3 大软实力

多米尼克·罗西

(Dominic Rossi)

富达全球首席投资官股票部门

随着美国持久性实质的经济增长，2014 年投资者依然会偏向投资股票市场。由于通货膨胀及名义经济增长持续处于低位，2014 年主要国家的利率没有攀升，目前股票收益策略与投资者是息息相关的。

全球股票的估值目前处于合理水平并很可能会重新评级，但这种趋势将使股票出现被高估的风险。随着投资者对知识产权相关概念股的重新评级，不同产业之间的表现将出现差距，『由下而上』精选个股的投资策略将变得更具有吸引力。

全球股市受美国亮丽前景支撑

整体而言，发达国家的投资前景依然靠美国持久稳健的经济增长来支撑。

事实上，我所看到的是美国当前经济和过去 20 年以来一样的稳健，这主要受惠于双赤字出现了结构性的改善。在 2009 年，美国财政赤字占整体国民生产总值(GDP)的 10%(相当于 15 兆美元)。美国国会的预算编制局估计，至 2015 年财政赤字预期将能降低到只占 GDP 的 3%，与此同时随着美国 GDP 增长，将有助于美国稳定债务水平。

同时贸易也出现大幅的改善，这是 30 年来首次见到的贸易改善状况，特别是美国经济成长与页岩能源的开采出现了重大的突破，成为两大关键因素。页岩油田的商业开发导致美国原油进口从每天 1,200 万桶大幅降低到了 800 万桶，预期未来原油进口量还会再度下滑。

双赤字的改善有助于稳定美元走势，这是商品价格与部份新兴市场面临压力的原因之一。我认为为期 10 年的美元熊市已经结束，目前美元处在持续升值或走稳的阶段。

强劲的美股弹势对重建消费者信心以及提高消费者的净资产是相当有利的。对美股的一个重要的认知是，美股上扬与美国经济增长是相互影响的。美国人的财富水平有相当重要的一部分是建立在对股市投资上，除了潜在的贫富差距问题以外，美股上扬将对经济起到自我强化的支撑效果。

我们预期美国在低通货膨胀的环境之下，经济增长率将维持在 3%的实质增长，意味着美联储将可能逐步缩减量化宽松，这种环境会持续支撑发达国家股票市场。

股票重新评级的情况是有可能的，但我们应该清楚意识到，由企业盈利增长所带动股市再次攀升的机率是比较小的。美国是我目前看到最有可能会出现盈利增长的市场，但我认为股市涨幅比公司实际盈利增长的速度来得快，也就是说，市场估值将会持续攀升，并且会有股价估值变高风险，从而我们会看到一段股价修正的时期。那么对投资者的挑战就是如何找到那些具有高于平均盈利水平的潜力企业，此时由下而上的精选个股变得相当重要。

成长及去杠杆化

虽然我们看到美国在实质经济增长出现强劲的复苏，但名目增长却依然维持低水平。事实上，由于主要经济体的通胀都处在低水平位置，因此，实行货币紧缩政策是不合逻辑的，而那些认为利率将会快速攀升的观点也是不太合理的。

受发达国家的债务情况影响，实质利率为负值的情况将暂时维持一段时间。由于债务已由私企移转到政府部门，即使目前持续进行去杠杆化，现时的政府债务水平依旧高于 2008 年的水平。

不过，2014 年的焦点将是放在美联储要如何缩减或松开量化宽松政策。一旦美国开始缩减量化宽松(目前距离当局采取有关行动尚有一段时间)，这对欧洲带来的挑战将远大于对美国。考虑到欧洲有通货紧缩的因素，我认为当局将进行另一轮的「长期再融资操作(LTRO)」。同时，在欧洲的财务状况依然维持疲弱的情况下，我们期待美国新任美联储主席叶伦不会过早采取行动，至少在 2014 上半年底前按兵不动。

不过，美国就业率维持在近 35 年的历史最低点、实质收入也没有明显增长，美联储将在没有压力的情况下去采取下一步行动。我认为在

3%的经济增长率以及就业市场得到显著改善之前，美联储都不会采取行动。

在未来经济持续低增长与低利率的环境下(无论是否缩减量化宽松)，我相信市场的主线依然是寻求收益型资产，特别是股票入息型产品将是投资人的核心投资策略。

欧洲经济复苏有待时日

虽然我们己经看到欧洲有初期复苏的讯号出现，但这应被看成是增长水平极低所产生统计结果。欧洲目前企业的存货量相对较低，因此任何细微的需求量变动都会立即影响产出和增长。温和的周期性好转不应与结构性复苏混为一谈，因为欧洲那些结构改善的先决条件目前尚未出现。

广泛的结构性调整过程将持续未来两到三年，尽管目前略有进展，例如外围国家的单位劳动成本下降，但这些国家也因此付出很高的社会成本。

受政府政策的影响，欧洲未来仍须面对通缩风险，预期明年通膨率接近 0%水平，而名义经济增长率约为 1%。诸如像意大利等市场的 10 年期政府公债利率约为 4.1%，反映出债务的问题正在恶化。这些国家需要靠盈利来解决债务问题，才可抵销复利的效应。所以欧洲在现有的环境下要解决债务的问题是相当困难的。我依然期待欧洲当局在不久的将来会推出债务重整计划。银行体系资本不足依然是欧洲股市的隐患，容易遭受外围国家的主权债务风险所威胁。我们的研究显示欧洲银行的一级资本比率趋于两极化，也就是股权资本比率水平两极化，实力雄厚的银行变得更加稳健，而弱勢的银行则变得更加脆弱。

截至到目前为止，带动股市回升的动力大部份是来自于先前经济基础低或者经济敏感并且股东收益回报率偏低的国家所带动，例如希腊的银行业。由此类股主导的市场反弹并不会令人感到欣喜，而欧元维持在目前的价格水平也会成为股市进一步上扬的阻碍。但目前欧股估值的确吸引人，且目前的利率接近历史最低点，超过一半以上的欧洲股票的股息高于债券收益率。

英国及日本的经济好转

展望 2014 年，英国复苏的力道与经济成长的强劲将会使投资者大感意外。原先由房地产市场领军的复苏，现在逐渐扩大规模，政府的负债情况得到了显著的改善。虽然英国在去杠杆化与财政正常化方面落后于美国，但银行体系资本的复苏状况比较理想。当然同时也存在着不利的因素，英国依旧背负着沉重的能源成本，而近期所推出的政策可能会使情况更加糟糕。整体而言，我们对于英国的情况颇为乐观。薪资增长的速度相当低，而实质薪资水平甚至出现下滑的情况。英国富时 100 指数有机会突破 7,000 点的大关。另外，英镑汇率很有可能会跌落至 1.5 美元的水平，单是这个条件就足以激励富时 100 指数急升。

日本方面，投资者关注安倍政府是否能够落实代表结构改革的第三支箭。日本股市是由政策所主导的。安倍射出的前两支箭(财政及货币政策刺激)，将对未来 12 个月有拉抬 GDP 的效果。在政策强有力的支持下，日股将有上涨的空间，但这样的反弹是否会维持多年的牛市则另当别论，答案将取决于安倍能否成功射出第三支箭，这需要作出果断的政策调整方能解决。除非日本的劳动力或生产力有所提升，日本的长期实质性增长率将难以上扬。目前有两种可

行的途径去增加劳动力，一是提高女性的劳动参与率；二是放宽移民限制，允许更多的移民进入日本，后者的可能性较低。

新兴市场宜采取巧妙和严选的投资策略

我预期回稳至转强的美元环境将对商品价格有进一步的压低效果，因此某些区域的新兴市场也将受到压制。新兴市场在每个区域需要采取不同的投资策略，应采取巧妙且严选的策略以辨识区内不同的驱动力。在 2003-2007 年间，中国的经济转强，加上美元疲弱，商品价格走强，惠及所有的新兴市场。但目前我们处在截然不同的环境，不同的区域将会产生两极化的表现，强者愈强、弱者愈弱。

新兴市场必须摒弃纯粹以出口为导向的经济模式，并且进行结构性的改革，像中国等国家采取了上述的经济策略的市场，未来会表现良好；而那些不改革国家则会继续面临强大阻力。显而易见，未来新兴市场的走势将经纬分明，并且不会像过去一样倚赖弱势美元及高涨的商品价格。

至于风险方面，由于透明度不足，中国的信用风险问题一直令我感到担忧。过去中国的信贷发展超过经济的增长速度，到目前为止整体中国的债务相当于 GDP 的 200%。

对一个金融市场尚不成熟的国家(有别于西方国家)而言，其债务的规模与金融市场相当，确实令人担忧。中国内地如何处理潜在的去杠杆化过程正是问题

所在。我认为，中国经济增长最终将因此而放缓。

聚焦于知识产权的概念股持续增加

过去十年，原材料生产国蓬勃发展，与硬资产相关的产业与类股(例如金属开采商及钢铁公司的发展)的估值曾历经一波重新评级。但当时，无形资产的估值相对被低估。展望未来，我认为凡与科技、医疗保健与金融服务概念股相关的无形智慧资产被重新评级。我相信这几个产业将在未来带领股市走高。

在制药方面，举例来说，肿瘤相关领域即将取得重大的医疗突破。至于信息科技产业，互联网公司仍充满创意，其估值相对偏低。通讯产业受惠于并购活动的激励，尤其是在欧洲，政府对于并购有助提升资本投资的状况乐观其成。最后，虽然金融服务业仍须面对来自监管机构的阻力，但我认为在未来几年，将有重新评级的调升潜力。

重要信息

本文件仅供参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。富达并未获授权在中国大陆管理或分销投资基金或产品，或为当地居民提供投资管理服务或投资意见。富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity Worldwide Investment 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。